全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资大师**彼得·林奇**特别为中文版作序推荐

他管理下的富达特别情况基金
创立二十多年来，
投资回报率超过14000%，
20%复利增长率，
规模达40亿欧元，
基金绩效排名第一

Investing with Anthony Bolton

安东尼·波顿教你选股

欧洲首席基金经理人的逆向投资策略

安东尼·波顿
乔纳森·戴维斯 著

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

Baidu百度 百度一下 你就知道
安东尼·波顿教你选股 百度搜索

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

安东尼·波顿教你选股/(英）波顿，（英）戴维斯 著；黄芳译.
—北京：中信出版社，2008.4
书名原文：Investing with Anthony Bolton
ISBN 978-7-5086-1119-8

I. 安… Ⅱ.①波…②戴…③黄… Ⅲ. 基金—投资—研究 Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 024987 号

Investing with Anthony Bolton by Anthony Bolton and Jonathan Davis
First published in Great Britain in 2004
Copyright:Jonathan Davis 2006 except Chapter 1,Chapter 4 (part1) Anthony Bolton 2006
Simplified Chinese translation edition rights © 2008 by China CITIC Press
Originally published in the UK by Harriman House Ltd in 2006,www.harriman-house.com
ALL RIGHTS RESERVED.

安东尼·波顿教你选股

ANDONGNI·BODUN JIAO NI XUANGU

著　　者：[英] 安东尼·波顿　乔纳森·戴维斯
译　　者：黄　芳
策 划 者：中信出版社策划中心
出 版 者：中信出版社（北京市朝阳区和平里十三区 35 号楼煤炭大厦　邮编 100013）
经 销 者：中信联合发行有限责任公司
承 印 者：北京牛山世兴印刷厂
开　　本：787mm×1092mm　1/16　　印　　张：13.5　　字　　数：138 千字
版　　次：2008 年 5 月第 1 版　　印　　次：2008 年 5 月第 1 次印刷
京权图字：01-2008-0476
书　　号：ISBN 978-7-5086-1119-8/F · 1307
定　　价：36.00 元

版权所有·侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。　服务热线：010-84264000
http://www.publish.citic.com
E-mail:sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

Contents

中文版序 彼得·林奇 /Ⅶ
前 言 /Ⅺ

第一章 勇于不同：逆向投资者的 30 年 | 001

职业生涯的开端 /003
在富达的经历 /005
特殊情况基金 /007
忽视基准 /009
市场的戏剧性 /012
互联网泡沫 /014
不断变化的投资环境 /017
股票经纪和市场调研 /019
选股的秘诀 /020
基金规模和基金业绩 /022
企业管理前沿 /023
良好业绩和不良业绩 /025
最大持股股票 /026
投资新机遇：中国 /027
分拆特殊情况基金 /029
富达基金的新任管理者 /031
我的未来计划 /034

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章 投资“王中王”：安东尼·波顿和他的基金 037

有条理的思维 /039
忠于细节 /041
机会降临 /044
创立一种投资模式 /045
在富达起步 /047
一个简单的见解 /051
波顿偏爱的股票 /054
广泛撒网 /055
兴盛于欧洲 /059
放眼英国以外的市场 /063
投资想法的来源 /065
运用技术分析 /067
应对挫折 /069
牛市以及牛市之后的日子 /072
万众瞩目的焦点：ITV 独立电视台事件 /076
战争激化 /078
谁将取代波顿 /080

第三章 安东尼·波顿的业绩表现 083

基金业绩分析及其背景 /085
富达特殊情况基金 /088
不同时期的基金业绩表现 /090
风险分析 /096
投资模式分析 /100
欧洲基金的业绩表现 /102
历史表现 /104
绩效分析 /105
其他人对波顿的看法 /107
成就投资大师的品质 /110

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



成就的规模 /112
逆向投资的重要性 /114

第四章 致投资者 | 119

我的教训 /121
寻找下一个波顿 /126

附 录 | 133

附录 1 富达特殊情况基金：业绩记录 /135
附录 2 基金分析师如何看待安东尼·波顿及其管理下的基金 /142
附录 3 安东尼·波顿的年度十大持股 /162
附录 4 富达与它投资标的企业的关系 /166
附录 5 富达内部研究报告案例：威廉·希尔公司（2003 年春季） /173
附录 6 富达特殊价值简介（2006 年 7 月） /180
附录 7 充满音乐色彩的一生：安东尼·波顿会带到荒岛上的 8 张音乐碟 /184
附录 8 富达特殊情况基金报告第一期的部分章节（1980 年 10 月） /193

致 谢 /196

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中文版序

Introduction

彼得·林奇

为任何一本书撰写序言都享有一个特权，即有机会通过“第一句话”使读者形成某种印象。因此，我很欣喜地告诉你，现在你捧在手上的这本书凝结了这个世界上最优秀的一位投资者的关键性深刻见解。而且，在本书中，安东尼·波顿和乔纳森·戴维斯揭示了获得投资成功的最重要的一个秘密：**勤奋努力**。

当你翻阅这本书时，请留意勤奋努力的重要意义。请注意格外努力地调研和分析是多么经常地成为持续成功的重要因素。留心到这一点，你将发现，媒体所称的投资“天才”其实都是那些以持续不断的调研为基础工作的人，因为调研会产生决定性的信息竞争优势。这一优势，加上坚定不移的勇气、灵活应变的能力、良好的判断力以及毫不偏袒或者说不妄下论断的作风，使得安东尼·波顿能够在几十年内获得创纪录的复合收益率。

我很强调勤奋努力工作、信息竞争优势和灵活应变的能力，这是因为，几乎没有比“投机”这个词更加危害投资者的财富了。太多的人认为，选股是一场游戏，或者说是赌博，就像轮盘赌一样，运气起着决定性的作用。然而，股票远不是轮盘赌票或者赌筹。股票是独特的，是在特定公司中由真实的人管理着的不断变化的股份，在流动变化着的市场和经济中运行，有着不同且时时变化的竞争者。

个股飙升或暴跌背后总是有着某种理由。而那种信息可以清晰明显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



地被找出来，这些信息也经常是充足的。然而，这并不意味着发现信息的过程就很简单。每只股票都有不同的规模、客观因素和主观因素，而确信购买或者卖出需要建立在从事实和分析中的许多零散要素中获取决策要点的基础上。因此，虽然机遇的确有一定作用——这是不可否认的，一名睿智的投资者还是会非常谨慎地恪守伟大的美国体育经理布兰奇·里奇的一句话："好运随谋划不期而至。"

在现今这种信息资源丰富的环境下，投资者可以获取那些从前只为华尔街资深分析师提供的数据资料，但是要在成千上万的上市公司中搜索出哪些公司最有希望成长和提高收入并因此而提升它们的股价，仍然是高难度技术。可能，更艰难的是，要决定何时以及为什么要承认并释怀那些不可避免的失误。我们都会犯错误，每年都会犯大量的错误。

如你将在本书中所发现的，判断投资赢家的标准在于看他们是否愿意更加深入地钻研、广泛调查以及虚心听取所有投资意见——包括那些可能让他们犯错误的投资意见。那些研究过更多投资观点，并且对过往的选择不抱任何感情色彩的投资者更有可能获得成功。

本书向我们说明了波顿的那些经历实践检验的独特观念。它让我们可以了解一位真正不凡的世界级投资人的思想以及投资方法论。

呈现在我们面前的是一位投资精准度来自于极广泛研究的投资者，这些研究结果是他在那些有时过度延长了的反向市场趋势下坚持自我投资的知识库。然而，他从不屈从于自我主义的顽固倔强。他形成买入决策的法则同样继续适用于现今持股。从来没有偏见或恋旧的因素干扰过他做出卖出一只基础恶化股票的决定。经历过这一过程，这本书对读者的意义也就自然不限于趣味。本书讲述的是对投资者非常有利的经验，是读者可以钻研、甚至可以看做投资指南的优秀读物。

提及"随谋划不期而至的好运"，富达确实算得上很幸运，我们的一位最为睿智的资深领导人比尔·伯恩斯在超过 25 年之前就发觉了安东尼·波顿的卓越才能。自 1979 年后，波顿一直是富达国际的关键投资决策者，他的重要地位也日益显著。这不仅是由于他管理的基金获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了如此巨大的收益并吸引了这么大量的资产，还因为他的工作方式及判断给富达不止一代的分析师和组合投资经理带来的影响。

2008 年，安东尼将从每天全职基金管理工作中抽身出来，变为授权顾问和导师，而他对富达的影响仍将继续。我所遇见的人当中，几乎没有什么人能比他更能胜任这一新角色。相对于他成就的出类拔萃，安东尼本人却是亲切待人和协同合作的典型。毫不奇怪，对于任何正寻求信息竞争优势的人而言，他都是一名很不错的聆听者。并且，他乐于与人分享他的投资观点。与他对话，99% 会轻松愉快，或许 1% 会比较激烈，那是因为，以最具英国风格的词形容，他很“酷”——情绪稳定、极其沉着。这是一名基金经理的重要素质。并且，他掌握知识的深度和广度是无人能及的——亲爱的读者们，你们将会发现这一点。而我已经深切体会到了。

我和安东尼在过去这些年讨论过许多股票，这会儿浮现在我记忆中的是 Body Shop 国际公司，我们俩都曾在这家公司的不同发展阶段持有其股票。我记起我们在 10 年中它表现最优异的几年中的谈话，我们讨论这一最初前景光明的公司是如何犯错，致使几年都深陷财务困境之中，而之后却能携着更有说服力的资产负债表和改善良多的经营方式重新出现的，它的战略被证明了其成功性——被欧莱雅公司并购接管后，业绩扶摇直上。我非常感谢安东尼与我交流关于这家公司变化的基本要素的观点和看法—— 这只是我们众多交流中的一个例子。

在这“第一句话”结束之前，请允许我再对乔纳森·戴维斯致以谢意。他在本书中，就几个要点，恰到好处地比照了我的投资模式和安东尼·波顿的模式。作为基金经理，这些年来我被许多媒体报道和评论过，其中大部分人实际上都对我都十分慷慨。但是，能与安东尼联系在一起，这简直是至今对我最大的恭维之一，因为，这等于将我置于最优秀的群体之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

Preface

乔纳森·戴维斯

极少数的职业投资者能真正有资格被称为“最伟大的投资者之一”。纵览一些有关投资的专业报纸杂志，其中刊登的某些文章或广告往往大篇幅地宣扬基金投资的卓越业绩和光明前景，如果仅仅看这些文章或广告，读者可能很容易对基金投资形成一种错误的观念，以为基金投资是个非常容易获利的行业。然而，实际上基金管理行业永远充满激烈的竞争。投资界传奇人物沃伦·巴菲特说：“基金管理的成功，只有25%取决于经理人的能力，75%都要取决于市场。”

在过去的30年中，众多的投资理论研究都强调了许多投资者通过实战学到的一点：无论基金经理人才能多么出众，想要在长时间内持续地打败市场都是极其困难的。这也是被动投资能够在当今投资领域占有一席之地的一个重要原因。所谓“被动投资”，即普通投资者根据主要的股票市场走向决定购买何种基金。

然而，确实存在一些异常优秀的投资人，能够在多年内持续地有优于基准指标的表现。他们能够恰如其分地操控对冲基金，引起众多猎头的关注并获得同行们的称赞。最近，对冲基金逐渐成为了当今投资界中最为优秀的投资者们的新宠，尽管其业绩并不尽如人意。当然，也有另外一部分投资者选择成立属于自己的专业投资公司。他们可以在公司内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



施展自己独特的才华，而不必承受在大型投资公司内普遍存在的压力。

作为成千上万私人投资者的主要投资目标，在单位信托基金公司或开放式投资公司领域，许多优秀的投资者都不能够抵制住种种诱惑并坚持继续职业投资生涯。而在那些相对少数的抵制住了种种诱惑的人当中，公众公认有一个人稳定且完美的表现远远超过了同行。在职业投资者民意测验中，安东尼·波顿最为经常地被评为同行最钦佩的基金经理。在过去的27年中，他为富达投资集团（Fidelity International）经营管理的旗舰基金在任何单位信托基金或者开放式投资公司的排行榜上都保持着最佳纪录。

这个人就是安东尼·波顿，本书的主角。如果在1979年，波顿管理的富达特殊情况基金投放市场的时候，你明智地投资了1 000英镑，那么今天你拥有的基金价值将高于当时投资成本120倍之多。但是，如果你当时只是基于英国股票市场的行情进行基金投资的话，那么今天你只能拥有高于当时投资成本4倍的基金价值。而且，还有一点值得注意的是，这4倍还要归功于那个时期本身就是当代历史上股票市场最为繁荣活跃的一个时期。超过20 000的股民投资了波顿管理的富达特殊情况基金。至2006年，波顿公布其退休计划前不久，该基金的价值成长至60亿英镑，比投放市场时的价值增长了2 000倍之多。

在超过25年之久的岁月里，波顿管理的这只基金的收益保持着每年超过20%的复合投资回报率。这个业绩足以与美国基金管理史上最卓越的投资大师们相媲美。这里所指的大师们包括沃伦·巴菲特、彼得·林奇和约翰·坦伯顿。同样值得高度关注的是：虽然波顿管理的基金规模急剧扩大，但是在整个这段时期内他始终保持着稳定的优异表现。在1985~2002年的17年岁月中，波顿同时管理着他职业投资生涯中的第二只基金。凭借这只取得骄人业绩的以欧洲债券为主要投资目标的基金，波顿依然在投资界傲视群雄。

波顿管理的基金取得了持久且稳定的高效益。在英国，乃至于欧洲的市场，在基金管理这个领域，他这种优异的业绩还无人能及。这时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可能会有人疑惑：他究竟是怎样做到如此成功的呢？这正是本书将要告诉读者的。本书将深入分析波顿成功的秘诀，向你展现基金投资的策略。

本书主要分为以下五个部分：

- 在第一章中，安东尼·波顿亲口讲述了他管理富达特殊情况基金的经历——基金如何开始投放运营，他用于达到目标的投资方法以及他在多年的职业投资生涯中总结的一些教训。尽管已经有不可胜数的人物传记都曾以安东尼·波顿为写作题材，但是在这本书中，他是第一次亲自详尽地讲述他管理的基金和他的投资哲学。他还另外撰写了一个章节，表示他非常想把中国作为未来一个重要的投资机会，勾勒了他对未来的计划，还提出了2007年年底他最终移交英国基金的管理权后的计划。

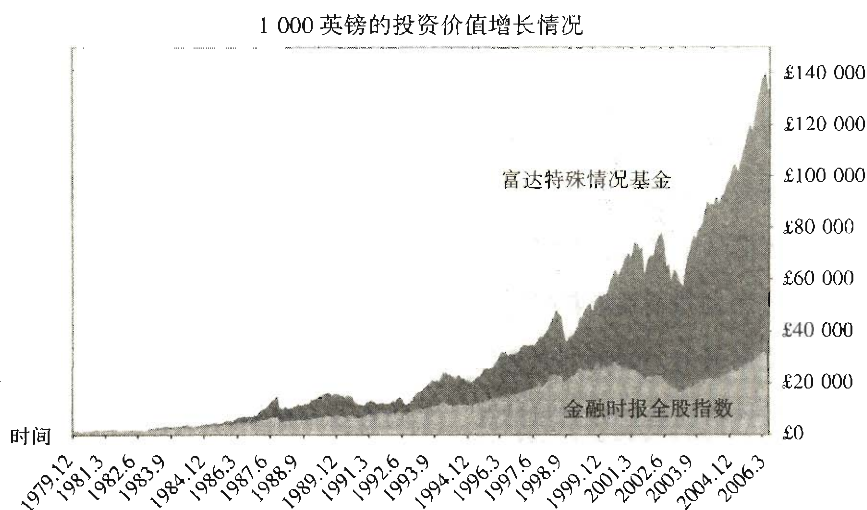


图0－1 富达特殊情况基金的成长路程

- 在第二章中，乔纳森·戴维斯更为详细地介绍了安东尼·波顿的生平、及其获得股票市场杰出投资者声誉的投资方法。在戴维斯1998年所著的《赚钱大师》（*Money Maker*）一书中就曾描述过波顿的投资方法。本章是在其基础上的进一步延伸和更新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在过去的10年时间里，戴维斯由于撰写报纸专栏、社论和书籍，获得了很多与波顿交谈的机会。本章节引用了两人的谈话，更加形象细致地阐明了波顿这位有超强责任感的职业投资经理人的投资方法。

- 在第三章中，作者深入分析富达特殊情况基金在其27年历史中的辉煌业绩，并提出一个问题：这只基金的运营业绩究竟有多好、多稳定？分析和阐释基金的业绩统计数据是一个极其冒险的举动，一不小心就会掉进陷阱当中。然而，本章力求以最好的方法，带领读者排除疑虑和误解，分析了解波顿业绩卓越的原因所在。此外，本章不仅仅囊括了戴维斯的观察和评述，还引用了在专业投资领域非常了解波顿的投资者们的观点和看法。
- 最后的一个简短章节总结了贯穿全书的主题。其中，第一部分，波顿讲述了他个人在其职业生涯中学习到的一些经验。第二部分，戴维斯指出，虽然投资者们寻找下一个波顿将会是一项艰巨任务，但是还是存在一些小的技巧和方法。尽管金融市场行情变幻莫测，但是有一些投资原则是历久弥新的，可以让投资者们从中受益。在投资领域，很难有新的投资方法出现，有新方法也并不意味着旧的方法已经失效。
- 在附录中，读者可以查阅到更多详尽的资料，其中包括：富达特殊情况基金的业绩情况、专业基金分析家对该基金的模式和风险做出的评估、该基金早期报告的摘录、针对富达对企业管理的看法对波顿进行的访谈，以及富达调研小组出示的一则典型性的企业分析中的案例。这些补充资料是为了更好地满足部分读者的需要。这些读者对于波顿的工作细节，尤其是职业投资的细节非常感兴趣。另外，为了帮助读者更加全面地认识和了解这位投资大师，本部分也首次透露了波顿最喜欢的音乐曲目。

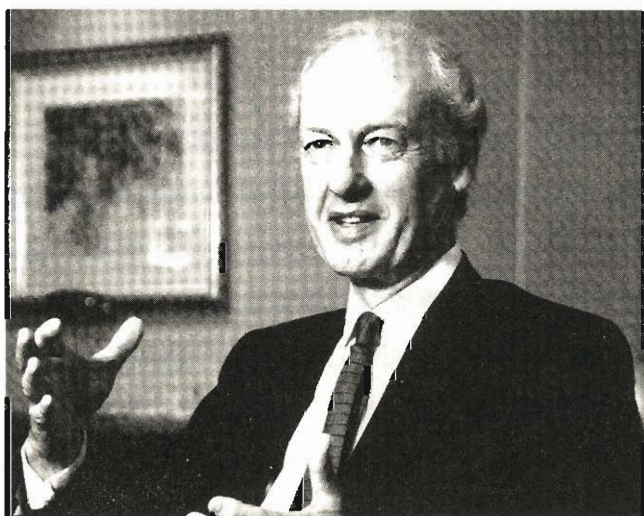
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



几年前，我问了查理·埃利斯（Charlie Ellis）一个问题：作为美国最受尊敬的投资顾问之一，在多年与职业投资者合作的经历中，你最看重的是什么？他回答，人们往往花费太多的时间观察基金的业绩数据，其实那些数据常常只会误导投资者而不是提供有益的信息。当被问及将会如何决定自己的资金投资去向时，他说："我不是想要寻找什么特别与众不同的东西，我只是希望基金经理是一个正直、有个性、有头脑的人。而且，头脑固然很重要，却还是远不及正直的品格重要。"自从那次谈话后，我开始认识到他的评论是多么的明智。

如果一个基金经理人品正直并且从来不会让把钱交给他管理的人失望，那么调查分析他的职业成就将会是一份令人愉悦的工作。安东尼·波顿可能是你所见过的最为和善的人之一，但这并不是他事业成功的原因——对于伦敦金融界来说，无论你是一个冷酷无情、令人厌烦的人，还是为人和善、彬彬有礼的人，只要你事业成功，就能受到褒奖。然而，他这种正直的人品和友善的性格能够让人觉得和他合作是一件非常惬意且有益的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一章

勇于不同：逆向投资者的 30 年

安东尼·波顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职业生涯的开端

1979年，玛格丽特·撒切尔夫人当选英国首相。那一年，也是我人生中具有关键意义的一年。回首过去，我才意识到，当时我做出的种种决定全部都是心理咨询师们竭力反对的那一类。那一年，我在很短的一个时期内完成了人生中极其重要的几件大事：结婚、搬家和换工作。我是在1979年2月结的婚，结婚之前的几个礼拜就搬了家，随后在12月辞掉了原来的工作加入富达。我是在施莱辛格投资管理公司（Schlesinger Investment Management）工作时认识我妻子莎拉（Sarah）的。施莱辛格是一家南非控股的投资管理公司，同时还拥有一些银行业和房地产行业的股权。那个时候，莎拉是一位投资经理助理，而我起先也是一名投资助理，之后升为基金经理。那年夏天，理查德·廷伯莱克（Richard Timberlake）——施莱辛格的两位理事之一，离开了施莱辛格，加入了富达，为其在英国开创新的基金管理事业。他向大家表示，他希望为这个新建的公司挑选两名投资经理。

我很犹豫到底要不要主动去联系他，因为我听说他已经承诺在一段时期内都不录用他的前同事。而且，我对富达的情况几乎一无所知。后来发生了两件事情，使我改变了想法。第一件是，我联系了一位在M&G当投资经理的私人朋友。M&G公司早在20世纪30年代就在英国推出了第一只单位信托基金。我那位朋友对我说，富达是美国投资领域内最优秀的投资管理公司。第二件事是我的妻子一直劝我给理查德打个电话——她总是能够看出一家新公司有没有发展潜力。但是，当时29岁的我很害羞，非常犹豫，不敢拿起电话。直到她一遍又一遍地劝我说“打个电话，你也不会失去什么”之后，我才终于决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定给理查德打个电话。事实证明，那个电话是我所打过的所有电话中最重要的一个。

和理查德见面之后，他让比尔·伯恩斯（Bill Byrnes）再面试我一次。比尔在富达的波士顿总部已经工作多年，并且和富达创始人的儿子、当时的主席内德·约翰逊（Ned Johnson）关系较为亲近。20 世纪 80 年代至 90 年代期间，富达在美国取得空前成功。如果说这一成功归功于内德·约翰逊的卓越领导，那么把富达事业扩展到国际领域的功劳就应该归功于比尔·伯恩斯。那个时期，大多数美国投资公司只是把眼光放在北美本地市场。作为美国基金行业领头羊之一的富达投资集团，走在了时代前列，发现了把事业推向全球市场的巨大潜力。我记得当时其他的报纸好像不怎么在意富达将走国际路线的消息，但是《金融时报》对这则消息却非常重视，并且把它放在了头版头条。

之后，我惶恐不安地去面试。毕竟我只在施莱辛格管理了一两年的基金，在英国几乎都算不上是有经验的基金经理。那次面试中，比尔问我的最后一个问题是："安东尼，如果加入富达，你可以做到成功地管理基金，并在激烈的竞争中取得领先吗?"我已经记不清楚我当时的回答了，但是我的答案中一定有某些内容说服了他。因为那次面试结束不久，我就得到了那份工作。比尔可以说是美国最有魅力的人之一，并且他很喜欢英国。那几年里，他总是不断地支持和鼓励我。现在，他也还是每年都有一两次会来我们的伦敦办事处看看。

就这样，我在 1979 年 12 月 17 日加入了富达。那一天，富达在英国市场投放了首批 4 只信托基金。除了我管理的富达特殊情况基金外，另外还有一只富达美国信托基金、一只固定利息信托基金及一只增长和收入信托基金。投身美国信托基金是理所当然，毕竟富达的总部在美国。增长和收入信托基金由詹姆斯·韦林斯（James Wellings）管理运作。他是比尔招聘的另外一位基金经理。来到富达之前，他是一个股票经纪人。他的基金操作手法和我的截然不同。韦林斯习惯于大量地买进低风险、高收益的股票，从被低估的股票中获取收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



富达的伦敦办事处设在皇后街。在富达工作的头几年，韦林斯和我合用一间办公室。他是一个很可爱的人，是一个有点学院派的传统主义者。这点我们俩很像，因此我们相处得非常融洽。只是在头几个星期，我们相处得有一点尴尬。因为和理查德·廷伯莱克面谈的时候，我提出加入富达的一个条件，就是我希望做主管。30 岁之前要升到主管的职位是我的个人抱负。但是韦林斯在面试时并没有提出这样的要求。所以，尽管后来他也被任命为主管，但还是比我晚了几个月。同样有雄心壮志的他，因为职位这件事情有一段时间很不高兴。因此，头几个星期，我们那间小办公室里的气氛有些尴尬。不过，后来他很快就忘了那件事，我们相处非常愉快。①

在富达的经历

最初加入富达的时候，我以为我们总共有大约 12 人在位于皇后街的办公室工作，其中包括理查德·廷伯莱克组织的第一批人和三四位原来就在伦敦为富达管理离岸基金的老员工。他们所管理的一部分总部设于百慕大的离岸基金在 1979 年英国单位信托公司创立的好几年前就已经投放市场。那些基金是富达首次在全球范围内发行的基金。27 年后的今天（至 2006 年 6 月 30 日），在英国富达工作的人数超过 4 290 人，这个数字实在令人惊叹。这些人中包括一个由 39 名组合投资经理组成的投资团队和 51 名分析师，他们都在位于伦敦卡农街 25 号的办公楼工作。这个可以远眺圣保罗大教堂的办公楼是富达在伦敦设立的第四个办公地点，由我们自己设计建造。随着投资管理事业的逐步扩大，我们的办公室空间显得愈发狭窄起来，所以管理个人财产变成了一项重要而艰难的任务。

人们经常问我怎么能够在一家公司一直工作将近 30 年？富达到底有什么东西如此吸引我？显而易见，这其中的原因是多方面的。首先，

---

① 詹姆斯不久离开了富达投资集团，转人其他行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我个人认为富达是英国最好的投资管理机构，作为这样一个团队的一员带给我的兴奋和满足感是其他机构无法超越的。我非常幸运，密切参与了这个投资团队的组建和发展。其次，富达让我有幸与投资领域的一些最聪明且友善的投资者们共同合作。他们的友善是让我最为留恋的。多年中，我有过太多机会可以加人其他公司，但是我都没有这样做。最近几年猎头们已经放弃打电话给我了，因为他们清楚，要劝我离开富达只是浪费时间。

记得20世纪80年代的时候，我曾有过一次跳槽的机会，那家公司是当时全球对冲基金领域运作最为成功的公司之一。在几年前，我就已经见过其经营者，所以那次算是他们第二次邀请我。和该公司的全球投资总负责人见了一面以后，我不得不说他是个非常不讨人喜欢的家伙。会面快结束时，他一直说他搞不明白为什么英国人总认为人生最重要的目标不是让自己更富有，反而居然认为还有除了钱以外更能激励人心的东西。

在富达最棒的一点就是，我们有一大群志同道合的伙伴：每个资深员工要么独立管理过一笔资金，要么至少清楚把资金管理好是保证富达其他所有活动的根本。这些伙伴的良好品质是我一直留在富达的关键因素，同时我认为正是他们营造出来的特别融洽的工作氛围使得富达能留住如此之多的优秀投资人。当然，良好的薪酬奖励和其他激励政策也很重要，但那并不是全部原因。我还认为在私营企业工作的另一个巨大优势在于，公司管理层相对稳定。我遇见过一位竞争对手公司的投资经理，他告诉我他们公司的投资管理层在过去四年内就经历了三次重组。他们重组是因为陆续并购了其他一些投资机构，而每次并购都会有人离职、首席投资官换角。相比而言，富达这家私有公司之所以能够成长起来正是基于一个关键的理论：坚持完善自身团队，而不去并购其他公司。我深信这才是激励和留住重要员工的最佳方法。有趣的是——或许这也不只是巧合，另外一家规模最大、运作最成功的全球投资公司——资产研究公司（Capital Research）也是由一家私有公司成长起来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



特殊情况基金

为什么我要创立特殊情况基金，而这只基金的意义又何在呢？理查德·廷伯莱克一开始就想好了，希望我创立一只主要追求资本成长的基金，以弥补增长收入型信托基金防御风险的能力。因为在施莱辛格工作时，我就管理过一只施莱辛格特殊情况信托基金，而那只基金也正是我最喜欢管理的。所以理所当然地，我向理查德建议特殊情况基金才是我们需要发行的。他同意了我的观点，于是这只基金就创立了。如果那个时候有人告诉我这只基金的总资产有一天会增长至高于60亿英镑，并且在发行后的26年内一直保持最佳业绩，我肯定会觉得不可思议。我们当时只是适量地发行该基金，看看我们到底能运作得怎么样。

在最初发行特殊情况基金时的投资计划书里，我解释了所谓特殊情况的各种类型。之后的很多年内，我又多次修改和精简了我对自己投资方法的定义。但是我投资技巧的核心是——以一种逆向进取的方法寻求资本成长的机会，自始至终都没有变过。我以管理单位信托基金同样的方法管理了另外一只投资信托基金，只是发行时间晚了几年。而富达特殊价值公司的投资报告书里面是这样描述我管理的基金的："该基金经理认为特殊情况公司的净资产、股利收益率或每股未来收益被低估了，但是这些公司却具有某些潜在因素可以提升未来股价。"特殊情况公司类型可归纳如下：

- 拥有复苏潜力的公司；
- 拥有强劲增长潜力的公司；
- 资产价值还未得到市场普遍认可的公司；
- 拥有某种占有特定市场份额的特殊产品，因此拥有良好收益潜力的公司；
- 可能被其他企业并购接管的公司；
- 正经历重组或管理层人员变动的公司；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 没有被股票经纪公司广泛研究的公司。

我们当时发表评论："该基金经理倾向于集中投资那些失宠于投资者的公司或以普遍接受的估值方法计算而被低估价值的公司。但是，根据投资者的直觉，这些公司可能一段时期后会有起色。"基于这一点，我们集中投资于并非市场巨头公司的股票。采取"自下而上"的选股方法，主要基于和有争议公司本身密切相关的特定标准，而非普遍的宏观经济因素来选择投资对象。由于意识到公司独立分析研究的重要性，我们补充道："除了分析目标公司的财务状况和相对估值法，基金经理同时会去会见大量这种类型的公司管理人员，旨在获得信息优势。以往的经验表明，获得一手信息有利于发掘市场的无效率性和被低估公司的隐藏的内在价值。投资了某家公司后，基金经理将密切关注公司情况，并且在一般情况下，都保持与其管理层的联系，从而能够尽早发现该公司现状或未来的任何可能的变动。"

以上说明非常简要地概括了我的投资方法。"特殊情况"是广义的，这点很重要，它意味着许多不同类型的情况都可以被包括在内。如果你的投资目标和我的一样，是为了积极地追求资本成长，那么根本没有理由把自己局限于该买哪种股票的困扰中，因为那就相当于拒绝潜在的赚钱机会。在计划书的定义中另外一个关键短语是"失宠于投资者或价值被低估"，而我一直坚持的也就是价值投资模式。

投资模式中最重要的两种类型是成长投资和价值投资，我选择价值投资有以下几个理由。首先，我一直喜欢阅读那些关于伟大的投资巨头或由投资巨头所著的投资书籍。在我看来，那些书里面的内容也支持了这样的观点：价值投资比成长投资更有可能在长期内获得高收益。但是，我并不是说成长投资不能有效地获得高于平均水平的收益。我只是认为，在更长期的时间段内，价值投资的成功率更大。影响我的另一个因素是 M&G 管理其 M&G 复苏基金（当时最受推崇的单位信托基金之一）使用的方法也是广义的价值投资模式，涉及到并购运营不良的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司。我非常熟悉它并购公司的策略。

最后，我相信投资经理必须找到一种最适合自己的投资模式和投资风格，并将其坚持到底。也不知是出于哪种原因，我总是更喜欢做一些与众不同的事情，随波逐流的做法会让我觉得很不舒服。投资领域有太多的压力，许多投资者的做法与我截然不同，他们会选择随波逐流。除非你是真的对自我决策由衷地感到快乐，否则我这种做法不一定对你有利。有人问过我，我对待生活的态度是否也是逆向的，答案是否定的。在私人生活中，我一般会选择我喜欢的，有与大众相同的，也有不同的。我发现，我的逆向投资风格在市场转折期尤其管用。但是在市场处于转折点时，大多数的人们自然而然地倾向于完全相反的错误做法。同时，我相信丰富的经验对于投资成功至关重要。就像马克·吐温曾说过的，“历史不会重复，却自有其规律”。我想，每个基金经理都应该把这句话牢记在心。

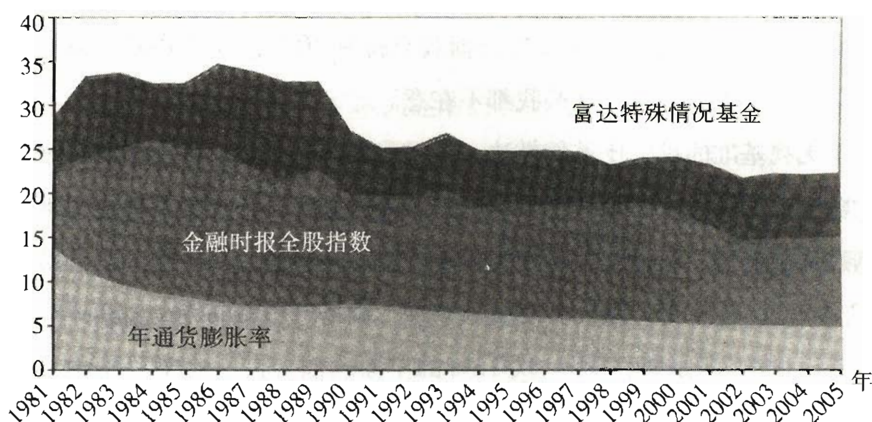


图1-1 基金、市场和通货膨胀累计平均收益1981~2005年

忽视基准

约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）是一名成功的投资者和见解独到的杰出经济学家，他曾经就股票市场发表过一番评论，认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为选股就像是选美比赛，“你不是选择你认为最漂亮的女孩，而是选择评委认为最漂亮的女孩”。换个说法，借用本·格雷厄姆（Ben Graham）的一句话，股票市场更像是一台选票计算器，而不是称重机，至少短期内如此。我寻找股票一般会选择那些大众投资者眼中的非绩优股，因为如果其情况好转，就会有大量的新投资者被吸引、购买。也就是说，我实际上就是运用技巧来寻找那些有情况好转希望的股票。然而，在现实生活中，和股票市场相反，我推荐你最好还是选择你认为最漂亮的女孩。我当然也是选择我认为最漂亮的女孩。

富达特殊情况基金最重要的特征是，我一直在忽视基准的基础上管理它，这一点也在我的逆向投资理论中显露无遗。也就是说，我不在意我持有的股票和金融时报全股指数的成分股偏差如何。但是，我的业绩却经常被拿来以金融时报全股指数这一衡量基准评估，因为人们认为基金的业绩目标就是要超过金融时报全股指数。尽管如此，和其他参照这一目标的基金经理不同，我不去花时间担心这个。比如当时的指数是持有石油公司股票的比例为15%，而我只持有10%；或者我是否持有指数包含的最大成分股，这些我都不在意。

无视基准的投资比重的做法，使得我赢得更多高于市场平均水平的大额收益。当然，在管理特殊情况基金的这些年里，我也不可避免地遇到过许多挫折。但是，我的逆向投资方法的核心理论和沃伦·巴菲特的不谋而合，他曾说过他和其合伙人查理·蒙格（Charlie Munger）“宁愿每年用很长一段时间赢得一次15%的丰厚利润，也不希望只稳稳当当地拿12%的收益”。我的目标也是在长期内尽量获得最高的年平均收益，即使短期内收益会有所波动。这和以基准为目标的基金经理正好相反，他们希望每季度绩效相对中等，使业绩渐渐稳定，即使其长期收益低也没关系。

在富达起初的那段日子里，我同时还为泰莱糖业（Tate&Lyle）和施乐公司（Rank Xerox）之类的客户管理养老基金，但我的心思一直主要放在单位信托基金上。其中一个原因是，和管理养老基金相比，管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



单位信托基金可以更自由。因为管理养老基金时，信托人总是盘问我的每次投资行为。在我看来，养老基金委托人总是想要花大部分的时间谈论失误的投资决策，或者只关注在我做业绩报告时看起来失误的决策。

然而，投资就像一场机遇游戏。没有人能够一直成功，我们都只是在尽力做到比对手少犯错误。实际上，投资事业成功的关键是，不仅要选择能够成功的股票，还要避开那些可能会失败的股票。另一方面，我又认为如果以一种避开所有差股的防御性投资方法来管理基金，反而会难以获得高收益。另一个重要的成功因素是投资人需要处事冷静，应该从失败中吸取教训且不为失败所烦恼；相反，成功时不宜过于骄傲和自信，因为那也是很糟糕的。请谨记，你挑选的某些当时业绩表现最好的股票可能也会很容易突然间跌落谷底。

20世纪80年代中期，我又承担起了富达欧洲信托基金发行的管理任务。我对欧洲市场（指英国以外的欧洲市场）尤其感兴趣，因为就投资而言，和英国相比，这个市场还很不成熟，因此存在大量机会，可以寻找被低估的股票。这对于像我这样的选股者来说是一个非常诱人的市场环境。随着我们投资团队的逐渐成长，我可以不去管公司账户，只专注于这两只基金。1990年，我又开始管理总部位于卢森堡的、后来成为富达基金规模最大的欧洲成长基金。该基金创立时，仅仅投资于不包括英国在内的欧洲市场，但是后来它发展成为了包括英国股票在内的泛欧洲基金。

20世纪90年代初期，我们发行了两只封闭式投资信托基金：1991年发行的富达欧洲价值上市公司基金和1994年发行的富达特殊价值基金。我用管理它们的姐妹单位信托基金相似的投资组合来管理这两只基金。这为投资者提供了可以投资于我的选股能力的其他选择。同时，不同于单位信托，他们可以通过融资（举债）来提高收益。有时，当投资信托大幅度折价销售时，它们就可以成为开放式基金的良好替代品。

三年半以前，我放弃了欧洲基金，重点管理特殊情况基金和特殊价值上市公司基金。至2006年中期，这两只基金的资产已达到了大约64

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



亿英镑。管理4只基金的工作任务——其中3只还是富达规模最大的，已经变得极其繁重，涉及到监管400只个股和参加每天三四次公司会议，而我又到了想要减轻工作负担的年纪，这就意味着我必须放弃英国或欧洲大陆市场，最终我选择了放弃后者，又回到了我的最初选择上。

市场的戏剧性

在过去的26年间，我对四件事情的印象极为深刻。那就是，1987年的股市大崩盘、1991年的海湾战争、1999～2000年的科技股泡沫和2001年9月的纽约恐怖袭击（即大家熟知的“9·11”事件）。在1987年大崩盘的大约一周之前，我最小的孩子本，在伦敦夏洛特女王医院出生。为了就近照顾我的妻子莎拉，我去了父母在伦敦荷兰公园的住所和他们一块儿住。我岳母则在我们在汉普郡的家里照顾我们两个更大的孩子：艾玛（Emma）和奥利弗（Oliver）。在那个星期四的晚上，发生了一场席卷英国南部的巨大风暴，造成了极其严重的灾难性破坏后果。即使身处伦敦，我也还是很难入睡，一直醒着，听着风声。

第二天，我走在去荷兰公园地铁站乘坐地铁上班的路上，荷兰公园大道上覆盖着厚厚的一层落叶和被飓风折断的树木枝条，给人一种不真实的感觉。

我们本来计划那个周末等莎拉和本出院，我们就回乡下家里去，但那场风暴使计划泡汤了。停电了，一棵树被吹倒，砸在我的车上，车也报废了。我岳母决定带我们两个大点的孩子和金毛犬“金士顿”回到她在德文郡的老家，那里受台风的影响没有那么严重。所以莎拉、本和我一块儿住在了我父母家。接下来的星期一，华尔街发生了股市大崩盘。我立刻觉得失去了方向——先是我不能按预期计划回家，然后是必须挨过我从未经历过的股市大崩盘。

大崩盘过后，专家们的意见分为极端的两派。我记得一个经验丰富的投资经理告诉过我：“如果世界上最大的股票市场一天内下跌都超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

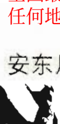


22%，那么投资事业将永远难以复原。”还有大量的评论员预测，这次股市大崩盘将引起一次严重的经济衰退，甚至是经济大萧条。我记得那时候和澳大利亚企业家艾伦·邦德（Alan Bond）吃了一顿午饭，他就完全属于消极派。但是，不论是我天生乐观的性格，还是我的逆向投资方法，都让我不能苟同当时大家的言论。我记得当时我争论说，市场一定会复苏，因为大崩盘反而创造了一个极佳的买进机会。我甚至在富达内部发布了公告，传达了我这个意思——那也是我很少会做的举动。我与他们争论的核心是我认为股票市场下跌的规模不大可能会引起同样程度的经济衰退。

一些投资者在股市大崩盘过后决定卖出他们的基金，我管理的基金就面临许多投资者的赎回要求。因此我不得不卖出基金持有的部分股票来满足那些赎回要求。在 1987 年大崩盘恐慌时期，我发现专注于投资组合是十分正确的。我专注于我最看好的股票，强迫自己去识别出能令我最深信不疑的股票。当牛市持续时，我倾向于增加基金持有的股票数量；相同的，市场低迷期也是一个少量减持的机会。

幸运的是，虽然在 1987 年 12 月份，股票市场下跌至谷底，年底我管理的基金收益还是上升了 28%，而股票市场只有 7.3%。然后，就在大崩盘前，我管理的基金收益率从年初开始一路攀升到空前的 97.4%，而股票市场也上升了 45.6%。面对如此大幅度的攀升，我其实应该事先意识到这是一个警示，但还好我的基金没有受到太大的影响。然而，富达作为一家公司，却受到股市大崩盘更严重的影响。大崩盘之前的几年，我们正处于强势发展的阶段，员工人数也正迅速增长。1987 年 11 月，我们在巴黎召开了几次管理层会议，那时正值我们创立法国基金之时（回想起来，那不是个发行新基金的最佳时期）。在那些会议中，首席执行官向我们展示了一些反映富达基金绩效的图表。图表显示我们的收入不断下降，而成本却不断上升，这点让人忧心。因此，我们必须在下一年进行一次重大的业务重组，也可能需要裁员——富达有个不成文的规定，即使在市场低迷时期，也不会轻易裁员，可见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当时事态的严重性。为了保留公司的活力源泉，即投资专业性，我们最终得以保持一个完整的团队，这也正是富达在20世纪90年代获得成功的根源所在。

三年后，海湾战争期间，我正在葡萄牙度假。连续几个夏天的8月，我们都在阿尔加维住两个星期。那个时候还没有手机，我一直坚持我们租的房子必须配有电话以便我及时联系办公室。我们本来已经得到了承诺，住在阿尔布费拉郊区的别墅里，那里有一部电话，但当我们找到电话时发现它早已经坏了。于是整个一周，我每天都催促别墅管理公司和电话局一定要修好那部电话，但是根本没有回应。海湾战争后，我不得不每天至少开车去一次阿尔布费拉城里，打电话回办公室，问有多少人要求赎回，并指导售出哪些证券。虽然我把交易委托给了我们的一个交易员，他负责帮我买卖股票，但我还是无法委托他帮我做买卖何种股票的决策（除非出现紧急情况，又联系不上我）。这些年来，我几乎从不把度假的大部分时间花在打电话回办公室上，1991年却是个例外。

互联网泡沫

1999~2000年的科技股泡沫是我见过的股票市场最特殊的时期。有人问我，在那个时期投资市场已经非常专业化了，你凭什么说自己是个选股能手？他们说："市场不是已经有效率并已经被过度研究了吗？不是大多数投资异常现象都已经被充分发掘利用了吗？"我所需要做的答复只是指出，那个时期提供了我所经历过的购买旧经济股票的最佳时机。这是为什么呢？关键问题在于大多数投资机构的趋众本性、新科技对传统知识的挑战（有个口号叫"互联网改变一切"）和投资者对动量投资的狂热推崇。

我对现在的股票市场的大致印象是，许多投资者总是只见树木不见森林，逐末而忘本，他们只忙于利用一些公司间的细微差别无效率地进行套利交易，却没有意识到整个市场其实都处于被无效率估值的状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



举个例子，我记得当时有一场激烈的争论，大家都在争论，在信息技术板块，到底是洛基卡（Logica）还是赛捷（Sage）是更具吸引力的 IT 股。最后得出的结论是它们的价值都被过分高估了。2000 年，我在富达内部为我们的组合投资经理和股票分析师就科技股泡沫现象做了个小型报告，内容涉及科技股泡沫的本质、一些历史实例和泡沫破灭的过程。有那么几件事情确实让我明白了我们当时完全处于脱离现实的环境里。

一件事情是 TMT（科技、传媒和电信）板块的许多公司的估值太不现实了。令我记忆犹新的是一家叫做 Kewill 系统的软件公司。20 世纪 80 年代中期，Kewill 首次公开募股之后，我就一直关注它，并在早期参观过它位于泰晤士河畔的沃尔顿街的总部。该公司做电子商务平台并提供电子商务管理软件。1999 年 6 月至 2000 年 3 月期间，它的市值上升了 10 余倍，超过 20 亿英镑，股票成交额高于原销售价 60 倍。可是到 2002 年，它的股价从 31 英镑的最高点一下子跌落至 0.075 英镑。令人惊奇的是这种过高估值的情况却一而再地重复发生：我甚至还想起了一家叫做奇妙（Fantastic）的软件公司，遗憾的是它只“奇妙”了很短暂的一段时间。

第二件事是托尼·戴伊（Tony Dye）离开 PFDM 通信系统，那其实是另一种形式的科技股泡沫的预示。托尼·戴伊是伦敦价值投资模式的主要支持者之一。2000 年 2 月他离开了公司，两个星期后的 3 月 10 日，纳斯达克指数攀升到最高点。同时，PFDM 公司宣布正在考虑是否还要坚持其长期的价值投资模式。对于任何一个逆向投资者而言，这标志着市场正临近转折点，事实证明确实如此。

最后，还有一件事情我记得特别清楚。我的一个企业长期金融业务联系人打电话给我，提了一个建议。他当时正在通过配售股票发行一只互联网孵化基金（孵化基金在那时很流行，被创立用于投资一系列新兴网络公司并帮助它们成长）。我想他被授权联系 8 家机构。我们当时的对话大概是这样的：“你好，安东尼，我想告诉你我现在正准备推动一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



家很有意思的公司上市。”“好的，”我说，“那我们什么时候可以见到管理层呢？”“我想，可能现在机会不大，我们正在努力加速运作。事实上，我今天晚上就需要了解你的看法。安东尼，你应该知道我至今联系过的每家机构都不仅仅是想要购买股票，他们会很乐意得到比我们现在提供给他们的更多的东西。”

于是，我们随后仔细研究了那家公司的分析数据。那只基金持有一系列和互联网相关的上市和未上市的公司股票。我发现如果用市场价格评估上市投资，那么需要支付未上市投资账面价值的五六倍的价格——在我看来这样的市值实在是太高了。因此，我回绝他：“谢谢，不用了。这对我们没有好处。”他请求我再重新考虑一下，我的回答还是否定的。他说：“但是，安东尼，你们将会是唯一拒绝这么好的机会的公司。”“富达很乐意失去这次机会。”我回答他。仅仅几个星期之后，TMT泡沫达到高峰，结果可想而知。我不清楚最后那个公司怎么样了，但我怀疑它是否还存在。与我联系的这位负责人对那家公司的确信不疑很好地说明了科技股泡沫时期所发生的一切。

“9·11”事件发生那天，我正在和一位经营一家小型专业经纪公司的朋友吃午餐。他是一般保险业务（非寿险业务）方面的专业人才。我们边吃午餐，边谈论保险行业。最后他说服了我，或者应该说我们相互说服了对方：保险行业的前景非常光明。然而具有讽刺意味的是，就在我们喝着咖啡谈着光明的保险业前景时，大西洋另一端正在发生一起有史以来最严重、最糟糕的保险事件。我知道，我这样说有点冷酷无情，但是我的经验告诉我，那次恐怖事件过后的几个月内（我想不到还有比那更恐怖的事情了），将会是买进那些受恐怖袭击事件影响最严重公司股票的重要时机。我随即大量增持保险业、旅馆业和交通业相关公司的股票，在股票复苏后大赚了一笔。在投资领域，人有时候需要精明固执一点，或许这很不好，但是这正是作为逆向投资者所必须具备的素质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不断变化的投资环境

从早期开始，富达的投资方法就一直是建立在对公司进行内部调查的基础上，还要考虑公司内部股票分析师的分析并与投资目标公司管理层定期召开会议。我很喜欢这种方法。我的第一份工作是1971年在凯塞·厄尔曼银行（Keyser Ullmann）的投资部门上班。凯塞·厄尔曼是一家小型的主营管理投资信托的商业银行，它管理的其中一只基金是史罗格莫顿信托基金（Throgmorton Trust），主要投资于一些更小型的公司（我从那个时候就开始有这种偏好）和做自己的内部调研（虽然在那个时期就意味着你必须去那些公司的办公室，没有几家公司愿意到伦敦来，即使来也不是为了见投资者的）。凯塞·厄尔曼的分析团队包括一些基础分析师和一个技术分析师。从那以后，我就一直喜欢使用股市趋势图表来作为我的投资参考之一，我发现这也同样是富达的理念。因此我的投资背景很适合富达的风格，或者这正是我获得比尔·伯恩斯赏识的重要因素。

起初，投资部门很小，从20世纪80年代中期开始，我们才建立我们自己内部的分析师团队。那段时期，我们和一些投资目标公司进行一对一的会议。但是在经纪公司更寻常的是参加群体会议，大量的机构同时会见一家公司的管理层。我还记得和詹姆斯·威林斯一起在我们皇后街的办公室里和一家公司开的会。我已经忘了那家公司的名字，但是还记得公司首席执行官的名字：罗恩·沙克（Ron Shuck），他后来卷入了一起诈骗案。

从80年代中期之后，越来越多的会议都是在我们自己的办公室召开的与被投资的公司一对一会议。80年代末期开始，我开始用硬皮笔记本做笔记，现在这些笔记本还保存在我的办公室里。每个欧洲国家，我都会使用不同系列的笔记本。算上和英国公司的会议记录一起，我已经记到第48本了。我再次去这些公司的时候，这些笔记就成了我的无价之宝。在我还同时管理欧洲基金的时候，我每天要开三四次会议，现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在平均开一两次。我的印象里，我的最高纪录是一天之内和6家公司开会，我不是很推荐这样的做法，因为那就像是赶场子一样——匆匆结束一场赶赴下一场，一天下来令人筋疲力尽。

我们一般是和那些公司的首席执行官、财务主管开会，有时候只有财务主管。如果是大一些的公司，可能就和一位投资者关系负责人开会。会议一般持续1～1.5小时。而且如果我们持股比重比较大的话，则希望每季度最少和公司管理层会面一次，或最少联系一次。我也会和一些很熟的公司进行电话会议，这些会议一般是由相关的分析师负责，而不是基金经理。我们的每一位分析师都有所专攻，他们在每次会议前制订日程和财务模式，基金经理只是间或插入一些问题。

我们召开会议的方法没有随时间而变化。但是，我特别注意到一点，以前我都比大多数的首席执行官年轻，而现在的情况绝对是相反的。公司会议快结束时，一般会有一个简短的汇报，投资经理们讨论一些关键的结论并询问分析师他们的财务模式中的一些假设。

记得20世纪90年代初，有一次我去参加一个经纪人安排的晚餐，几个公司的高级代表和一些金融机构投资者也在场。晚餐中大家讨论了一个话题，即投资机构到底想要和投资目标公司进行什么样的接触。我解释了我们公司的方法，并说我认为那也将成为许多更大型的投资机构的操作标准。当时有一个首席执行官就和我争论起来，他说："如果我要花那么多的时间在股东和潜在股东身上，那我还哪里有时间管理我的公司?"但是我估计，现今的大多数首席执行官们都把绝大部分时间花在和投资者的关系处理上。通常，那些原来不愿花这些时间的公司现在都陷在深深的反省和自责之中。我现在就想到了两个例子：壳牌公司（Shell）和M&S公司。

我相信，富达使用内部分析师、召开一对一会议的方法，已经成为了我们许多竞争对手的范本。在90年代看起来非常不寻常的做法却成了今天的标准操作模式。能够一直领先于大众当然很好，但没有什么是永恒不变的。现在，我经常在想我们应该怎样保持领先地位。如果我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的做法和其他人没有任何区别，那么即使我们拥有比大多数竞争对手更丰富的资源，也很难超过对手。我们一直领先对手的一点大概是全球调研的质量和深度，我们利用在一个国家或地区获得的信息，协助在另一个国家或地区的投资行动。几乎没有几个投资机构有我们那么丰富的全球资源。

股票经纪和市场调研

在我的职业生涯中，另外一个经历剧烈变动的领域是股票经纪领域。除了能够充分利用内部调研，我也始终赞成利用外部调研补充信息。自己做调研，需要知道调研结果是否不同于舆论普遍观点，这些观点经常是来自于不同经纪公司的着重调查某一特定公司的关键分析师。由于英国股市“大爆炸”以及 1986 年法规松绑之后出现并购热潮，在过去 20 年中，大多数证券公司已经转手经营（有些公司数度易手）。

大型经纪公司现在都采用职业式证券交易和投资银行业务相结合的新方法，这意味着经济模式已经完全由我进入这个行业时的那种旧的合伙人制度转变为新模式了。是经纪公司分析数据的质量变差了，还是和大家说的一样，现今经纪人的分析已经没什么意义了？这两种说法我都不赞同。分析师可以写到纸上的东西的性质当然是变了，大多数情况下，经纪调研也越来越多地被用于服务投资银行业务，然而，我相信，如果你懂得怎样使用调研结果并和那个分析师谈谈，还是非常有用的。特别是，分析师分析结果的“默会知识”是很难用书面文字和数据传达的。

Rowe & Pitman（较早已经被合并至现在的瑞银投资银行）是早年和我们关系最密切的股票经纪公司。他们曾帮助过富达发行海外基金，那时候他们给过我一些极好的建议。我还记得高盛集团的两位经理也曾来看过我，那时他们其实没有对英国股票市场做过调研，也没有和英国股票市场有什么业务往来，但他们说如果在美国市场或其他地方可以帮忙的话，他们非常乐意效劳（富达美国公司那时是他们最大的客户之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一）。我后来发现，在某些领域他们的确可以帮上忙。

选股的秘诀

一般来说，我选股一直都以大量的信息为基础。我的理念是，信息和观点越多越好，我需要有一张巨大的“网”，网罗各种信息。越多的信息被网住——不管是来自富达内部或更小的经纪公司，还是来自行业专家或大型综合投资银行，信息越多，我找到“宝石”的机会就越大。就像我曾经的同事彼得·林奇曾经说过的：“你如果翻开 10 块石头，或许可以找到 1 个不错的投资想法；但如果你翻开 100 块石头，或许就可以找到 10 个投资想法。”管理大规模的基金，必须拥有大量的信息和投资见解。即使我们拥有一个庞大的内部团体，我们也不是万能的。

即使过了这么多年，我发现尝试解释我买一只股票而不是另外一只的原因还是极其困难的。可以确定的是，我买一家公司的股票之前会考虑许多因素。首先，不管在哪儿，只要有可能，我都希望见见公司的管理层。这些会面可以帮助我大概了解公司的人员状况和公司战略，帮助我理解公司的某些特质以及影响他们财务状况的主要因素（有些或许是管理层的管理能力，有些或许是对货币汇率的敏感程度——大部分情况下不会是这个因素）。我深信企业不是在同等条件下创立的，有些公司有特许经营权就会比别的公司好得多，但这两家公司的其他考虑因素或许是同样的条件。我喜欢那些优于他人的有特许经营权的公司。

这些会议同时可以让我们认识这个公司的财务模式，其精确程度不亚于任何第三方的结论。然后，我会看看各种估值标准。我参考的关键因素是其市盈率、企业价值对总现金流量的比率、自由现金流比率（我喜欢可以产生现金流的公司）和投资资本的现金流收益率。我同时还会研究该公司与其在全国、全地区和全球范围内的同行相比价值如何。

然后，我会基于资产负债表里的一些比率，看看资产负债表是否强势：我这些年来学到的一个关键教训是当我的股票赔钱的时候，那些让我赔钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的公司的资产负债表都很糟糕。我还会研究其股东名单，并从企业管理的角度看该公司是否有董事买卖股票的行为，以及技术分析师是怎样评价其股票的。并且还要考虑其股票被金融机构投资者以过高或过低价格持有，是否有净买净卖的行为，研究其关键股票经纪分析师的观点。

最后，我会考虑该股票的某些信息是不是被投资者们忽视，但是却又预示着可能在未来带来股票的强劲增值。以上列的几点并不是全部的因素，除此之外我当然也会考虑一些其他的因素。在我决定买一家公司的股票之前，考虑大量因素的投资方法的重要性是不容置疑的。我发现其他许多投资者经常希望用一种“速记式”的方法投资，仅仅参考单方面的一种信息作为他们买卖的标准。这种方法的极端点的例子就是，他们仅仅是听到一点什么消息就买入一种股票，或只是孤立地看一看股价图。我相信，许多缺乏经验的投资者似乎只想要用一种简单或者说是偷懒（请原谅我用这个词）的投资方法来选股，但这正帮助了像我这样的职业投资者获得了更多赚钱机会。因为职业投资者经常从更深的层次考虑影响买卖的各种因素。

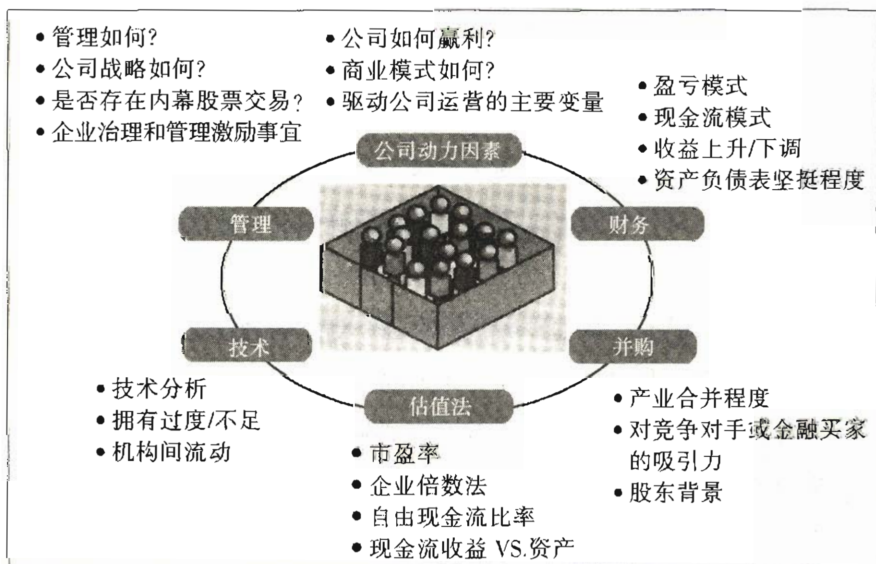


图 1-2　我如何评估一家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金规模和基金业绩

这些年来我必须不断调整自己来适应的一个重大变化就是，我得从管理一只小规模的基金过渡到学习怎样管理一只规模庞大的基金。富达特殊情况基金在7年多的时间内，规模都超过10亿英镑，因此成为英国规模最庞大的基金之一。回过头去看看早期曾向持有人做过的投资报告，当时这只基金的估价仅仅为几百万英镑。在那些报告中，我说："投资经理已经详审了大量的信息和各方的观点，决定把投资组合集中于大约30~40只股票。"随着这些年大量的资金流入基金，我需要管理数额相当庞大的一笔资金。我不得不增加基金的股票持有数量并买入一些大公司的股票。今天，我可以持有大概200只的股票，数量是早年的5~6倍。

富达已经有丰富的管理大规模基金的经验，在这一点上我受益颇多。使彼得·林奇名声大振并在其出名后飞速成长的麦哲伦基金，曾一度是美国规模最庞大的共同基金。20世纪80年代末期，我在波士顿和彼得·林奇以及布鲁斯·约翰逊（Bruce Johnson）进行了一次午餐会议。布鲁斯·约翰逊虽然没有彼得那么出名，但也很成功，他管理公司最大的收入基金。他们给了我很多建议。我记得最清楚的一件事是，他们说，无论基金规模变得多么庞大，必须要确保花充足的时间在主动型投资上面。

他们的意思就是，作为一名投资经理，当你管理一只持股数量众多的大规模基金时，你可能最后变成花大部分时间去监视现有的持股（被动型投资）动态，而不是主动去寻找新的机会。他们建议我利用公司内部分析师团队来帮忙处理基金工作的被动部分，包括监视现有持股状态、股票公司公告和行业发展状况。这样，就可以空出更多的时间去寻找新的机会。这种方法成了我自那时起一直坚持的理念。

我一直反反复复问自己的另外一个问题是，有什么是只有管理大规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



模基金能做到而管理小规模基金做不到的事情？我发现了尤其重要的两点：一点是，基于持有某公司发行股本的百分比规模，获得其可能在未来某个时期的企业价值；另一点是，可以更加活跃地参与那些当前运营不善但可能之后情况好转的公司的管理活动。

起初，我一直对那些有可能转换所有权或者控制权的公司很感兴趣——那也是我购买股票的主要类型之一。其中很好的一个例子就是，富达对法国里昂信贷银行（French Bank Credit Lyonnais）的持股。当法国里昂信贷银行被法国政府私有化后，准备了两套防止被恶意并购接管的保护计划。开头两年，该保护计划被严格执行，但是接下来的两年却有些松懈了。在那两年，我大量地买入它的股票——后来富达成为了该银行的最大股东之一。

那时我认为，不管怎样，持有法国里昂信贷银行的股票是一次很有意思的投资。但是，我同时预料之后很可能会发生一场并购大战，而事实也正如我所料，两家法国银行同时竞争并购该银行。我们以比较高的溢价水平把股票卖给法国农业信贷银行（Credit Agricole）。这个例子说明了我的一个观点：在某些情况下，大规模的持股可以在公司发生并购时赢得高于市值的高价值；作为大股东，同时也可以决定公司是否参与合并。

企业管理前沿

从企业管理前沿的角度看，帮助变动公司管理层既有好的一面，也会有坏影响。2003 年夏天，我参加了英国 ITV 电视台的一档节目，这造成我被媒体高度关注，当然也带来了我不愿意接受的公众注意。我们在富达，参与其他公司的管理层或战略变动的目的始终是提高我们投资的未来价值。具体解释这一点有两个方面的内容：其一是普遍提高整个欧洲企业的标准；其二是出于特定原因干预单独一家公司的事务。

我们做的企业管理前沿的大部分工作都是通过私下直接与公司接触

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



进行的，而不是公开的。ITV 那种事件在我们的操作历史上非常少见——我们要更换一家公司董事长的计划由于有人泄露给媒体而被提前公开了（当然不是我们指使的）。同样少见的是我们的行动最终都指向了富达的某个人，于是 ITV 这样形容我们：几乎在所有的案例中，我们都联合其他大股东施压于公司管理层，要求更换人员。一般我们着重投资于那些运作低于一般市场水平，而我们可以影响其往有利的方向发展的公司，这样我们就可以再以高价卖出股票。但是当基金规模变大时，这种措施自然更难得到有效实施。在我们“干预”管理的公司里，我的基金经常是最大的单只富达控股。2005 年富达总共“干预”了 80 家英国和欧洲大陆的公司，但这些很少被媒体报道，没有引起任何公众注意，因为我们倾向于在幕后操作。

随着基金规模的不断扩大，基金经理操作手法的灵活性和自由空间大大降低了。考虑到我手上持股的平均规模（现在一般最小持股是 1 500 万英镑），我现在很难在比较短的一段时间内进行大规模的投资组合转变。无论如何，激进地改变投资组合从来不是我的风格，也不适用于管理大规模基金。我倾向于慢慢地逐步地改变。我经常随着我对某一个股的信心增加或减少而对其持有数量做一些小的变动。我对其信心的改变可能是因为一次公司会议、一条消息、我们分析师的意见或者是一些技术分析结果所致。正常情况下，我对个股的首次持有量都是 25 个基本点（基金总资产的 0.25%），然后我会根据自己的判断和股票的流动性适量增加持有量。

其他时候，我会基于更广泛的投资因素对投资组合做出变动决定，例如增加那些可能从增加的公共消费支出中获利的公司的持股数量，而不是更受居民消费支出影响的公司（正如我在 2003 年下半年的做法）。这种变动在我有多余的时间或资金时会去做。但是无论是增持还是减持都需要好几天的时间，所以除非是市场上存在或需要大份额的股票，否则我投资的念头就比我需要的还多。我知道我无法实现自己所有的投资想法：有时候甚至没有可买进的股票；有时候是价格攀升太快，以至于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我没有足够的时间以合适的价格买入我想要的份额。

良好业绩和不良业绩

作为一名基金经理，毫无疑问地必须努力平衡潜在收益和损失风险。我总是被人问起："在你管理基金的历史上，什么时候业绩表现得最差？"在过去的26年里，有7年时间，我的业绩水平没有赶上金融时报全股指数，具体数据见下表：

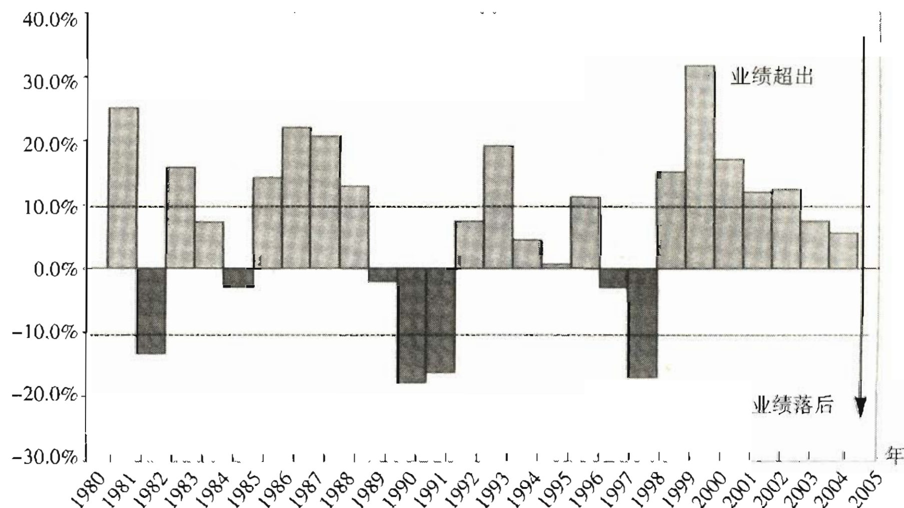


图1－3 富达特殊情况基金的相对绩效每年收益：基金对比金融时报全股指数

我业绩表现不佳的时期要不就是赶上了英国经济衰退（20世纪80年代初期和90年代初期），要不就是赶上股票市场发生"动量效应"（20世纪80年代中期和90年代末期）。经济衰退对于中小型公司来说是个艰难的时期，而在发生"动量效应"的股票市场，最大的公司（是我一直不很擅长的领域）业绩水平最好。或许有人会想到1999年，90年代末期动量市场的最后一年，我的业绩肯定糟糕透顶。但事实上还没有那么惨，因为那一年我持有的中型股和细价股之间的许多合并事件帮我挽回了一点业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我也看了一下每季度的业绩。我业绩最差的时期是 80 年代末到 90 年代初的连续七个季度（有趣的是，这段时期结束之前，是 26 年来内德·约翰逊直接找我谈基金绩效的唯一的一次!）。我有过一次连续四个季度业绩不佳、一次连续三个季度业绩不佳，还有九次连续两个季度业绩不佳。除此之外，我倒霉的时期只限于一个季度的时间范围之内。

令人最惊奇的可能是，（或许也让我吓了一跳!）似乎基金规模和基金相对绩效没有什么关联。我稍后会再谈基金规模的问题。自从 2000 年科技股泡沫破灭后，这几年我管理的基金从价值型股票的超额市场收益中获利不少。之后，基金的形势越来越好。特殊情况基金和欧洲基金虽然局限于专业领域，但它们在发行后的头 10 年都打败了所有其他的单位信托，这一直是我最引以为豪的成就。特殊情况基金也自 1979 年发行以来首次打败了所有其他基金。

最大持股股票

在附录 3 中，你可以看到一张我管理的富达特殊情况基金自 1981 年起每年十大持股股票名单。我想任何基金管理行业的人看到这些后的第一印象就是，富达特殊情况基金确实是一只实至名归的特殊情况基金。名单上面的很多公司都名不见经传，一些大家耳熟能详的大公司的名字只是偶尔出现。实际上，有那么两三家公司，它们的名字我一点都不记得了。例如，哪家公司叫 Vitatron and Debron Investment？这个我也不清楚了。

基于这张名单的第二个观察结果是，这是一张完全真实、毫无弄虚作假的列表。我注意到上面有四家公司后来消失了，它们分别是：Polly Peck（存在于 1987、1988、1989 年）、Parkfield（1990 年）、Torras Hostench（1988 年，西班牙经历最大失败的公司之一，我比较适时地提前卖空其股票）和 Wickes（1993、1994、1995、1996 年）。或许还有一些我没有注意到。关键的一点是，由于我坚持的这种投资模式，使我总是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会偶尔地买入一些后来失败的公司股票，虽然我每次都从失败中吸取教训并尽力避免犯同样的错误。除此之外，基金只要有足够数量成功的股票补足那些失败的，它就能运作得很好。

名单上另外一个突出特征是，一些股票出现一段时间后又再次出现。例如FNFC（我想，在它最后被英国阿比国民银行并购之前，我应该在三个不同时期持有过该公司的股票），几家电视台的股票（LWT、TV-AM、Thames TV、Scottish、Central），几家博彩公司（Pleasurama、London Clubs、Crockfords）以及两家部分控股Cellnet的公司（Securicor和Security Services）。移动电话运营商Cellnet后来被BT全部控股。有一些特许经营的公司，我一直很偏爱。任何时候，只要它们的市值够吸引人或者它们作为复苏股票再次出现，我就一定会再次购买。

投资新机遇：中国

虽然我在2003年年初放弃管理欧洲基金的首要目的就是减轻自己的工作量，但我还是决定去寻找一些新机遇。那年秋天，我去了一趟中国，那是高盛集团（Goldman Sachs）为高级投资专家安排的一次活动。我被安排在北京和上海两地停留，那是我第一次去中国。我们考察了大量的中国企业、美国企业和欧洲企业在中国的子公司，与各类高层人物会面，包括英国大使和每个城市的市长。

在那之后，我们立即在香港召开了富达全球的组合投资经理大会。我们的主要议题是中国以及中国对世界其他国家的影响。我愿意参加高盛筹办的那次活动的原因之一，就是我想要在中国香港会议之前先看看中国内地的情况。作为会议背景，我们准备了一些中国内地和香港的企业以及几家国际财团的中国子公司的背景资料。

那次旅程结束时，我毫不怀疑中国就是我一直在期望寻找的投资新领域，理由就是中国对世界上如此多的公司的间接影响正在逐渐扩大，包括对英国公司。对于这点，如果我比英国一般的基金经理了解得更多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一些，那将是一大竞争优势。没有比把钱投放到自己感兴趣的领域更能集中投资思想的了，所以我把特殊情况基金3%的资产投入到中国以及和中国市场相关的领域。

其中既包括许多中国内地企业，也包括中国香港企业，后者包括香港的主要粤语电视台TVB和香港证券交易所，两者的收益都和中国的发展状态有关。这样做除了可以帮助我理解中国对世界的影响外，还可以赚钱。我认为，即将来临的2008奥运会将是中国经济发展的绝佳时机，中国也会更受世界瞩目。

我在中国参观的时光真是很令人着迷。总体上，我见过的那些公司、公司的管理层以及管理层解释他们的事业和企业战略的方法都令我印象深刻。只有一个例外就是，我第二次去参观中国最大的电子零售商时，看到了第一次去就见过的同一位女经理，之后我才知道她是首席执行官的妻子。（她和她丈夫的姓氏居然不一样！）我认为这一事实应该早点儿告知我们。为了减少持有错误个股的风险，我组建了更加多样化的持股（写这本书时有17种），比我在英国或欧洲都多。自从第一次去中国之后，我又去了5次，平均每年两次。我一般都是和我们在中国香港办事处的专门研究中国企业的同事一起去。在我持股的中国公司中，他们见过除了一家以外所有公司的管理层，而且大部分是见过好几次。

我特别专注于零售和媒体行业，因为这些领域会从中国接下去几年的居民消费支出的增长中获利；在资源领域，我主要专注于能源股。我一直密切关注中国每月的石油进口数量及其想要建立战略储备的设想，这是我增持英国和欧洲的石油和天然气公司股票的一大原因。有些情况下，中国公司的估值比我在发展完全成熟的市场愿意接受的还要高，但是，在我看来那也不是毫无理由，因为它们有收益增加的可能。虽然，就像所有的新兴市场一样，中国市场存在风险，尤其是企业管理风险，但是，我还是感觉中国会是这10年内最大的投资机会之一。

人们总是问我为什么更喜欢中国市场，而不是印度市场。我会坚定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



地强调这不是说印度市场没有潜力，只是我个人想要着力于一个新兴市场，而不是几个，我从不反对印度市场也有吸引人之处。我可以做的唯一的对比判断是，与俄罗斯市场相比，我更喜欢中国市场。我个人认为投资俄罗斯公司的风险比中国公司的风险大得多，特别是像现在这样的时候——俄罗斯市场正是世界投资者们的宠儿。

分拆特殊情况基金

过去几年，投资者们反反复复地问我一些问题，比如：特殊情况基金的规模是否变得太庞大了，以至于难以有效管理？如果还不算太庞大的话，那么达到什么规模才算庞大呢？要回答基金达到什么规模才算是太大这个问题真的很难。老实说，我真的不知道答案，或许只有到了真正太庞大的时候才会有答案。在一种投资环境下可以管理的规模换成另一种投资环境就会变成一个难题。我唯一可以回答的就是，迄今为止，特殊情况基金的规模对我来说还没构成太大问题。但是，我有种强烈的感觉，我们作为一个公司，还是应该在基金规模发展成为麻烦之前采取行动处理这件事情。

让我们把基金规模放到具体环境里面来讲。2006 年年中，富达基金资产超过 60 亿英镑，比英国所有单位信托和开放式基金公司板块的第二大基金高出 20 余亿英镑。例如，我们比 M&G 复苏基金高出 3.5 倍，该复苏基金是除我的基金外在排行榜上的第一大专项基金；比 Artemis 特殊情况基金高出 7 倍，那是使用“特殊情况基金”名称的第二大基金。所有这些基金，和我们一样，把至少 80% 的资产投资于英国证券。规模大却只局限于一个市场，这才是问题的真正核心所在。

自基金发行以来的 27 年内，投资环境发生了很大改变，任何商业行为都比以前更全球化了。企业比以前更加全球化，全球信息能够瞬间得到共享。同时，英国公司或非英国公司的概念区别也越来越模糊，越来越多的世界各国公司的股票都在伦敦上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



事实上，我认为大多数的投资者都没有意识到，现在当他们购买金融时报全股指数内的英国公司股票时，他们的收益里面其实只有很小一部分是真正来源于英国本土的。许多公司的业务会受货币流动的负面影响，特别是当英镑对其他货币的汇率升值时。随着是否是英国公司这个因素的影响越来越狭小，我认为一个英国投资者通过保持英国股票在投资组合的最大比重，以便最大限度地降低风险和防止汇率影响的做法已经过时了。由于这些变化，我曾经多次公开表示，如果现在重新开始发行基金，我不会局限于主要购买英国上市公司的股票。有段时间我觉得，提出基金规模问题的最佳时间是当我把基金管理权移交给下任的时候。但是后来，我越来越明显地感觉到把基金以现在这种状态移交给一个基金经理的话，对这个经理会是一个太大的挑战。出于这个原因，我想到了一个点子，那就是把基金一分为二，并扩大每一部分的投资授权。另外一个选择是，扩大整个基金的投资授权。但是我们排除了后面这种可能，因为我们觉得会有大量的投资者想要把至少一部分的资金集中投放在英国。

我们在 2005 年秋天宣布分拆特殊情况基金并增加投资者购买基金的初期手续费，以防止大量资金流入。在之后的几个月内，我们在内部开展广泛讨论应以何种程度扩大分拆出来的第二只基金的投资授权。讨论结果之一是把基金分拆为 60% 投资放于英国，40% 投放于海外；另一个结果是泛欧洲投资授权。有一段时间，我们最偏向于选择泛欧洲授权。但是，我们讨论得越久，就越觉得泛欧洲授权不合逻辑。因为一旦我们决定扩大授权，那么就需人为地把基金限于一个区域，虽然这可能意味着潜在投资组合的变动更少。于是，发行一只全球特殊情况基金的想法诞生了。

我知道用现在这只基金的一半资金组建一只全球基金的做法看起来很激进，但提出这一想法我并不羞于启齿。多年的经验告诉我，在投资领域墨守成规并不一定是成功的最佳途径——事实上，甚至可能会适得其反。如果富达根本不分拆基金并保留那些资金，事情可能会再简单不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过。但是，在未来的某个时期，基金业绩将下降，基金也将陷入不可避免的衰落。我坚信自己的这个创举最有希望能在未来持续获得良好的业绩表现。

分流部分资金到新的全球特殊情况基金之后，基金的规模问题将大大地减小。因为在全球背景下，这样的基金规模就不显得大了。至于英国特殊情况基金，则还是保留了现在的投资计划，主要投资于英国的中小型企业，规模减小至一半以使其管理工作更轻松。可能很多人不了解，在富达，所有的基金持有某个公司的股票占基金总资产的比例都有额度限制，一般最多不超过15%。基金分拆之前，这个规定意味着即使我想重仓持有某些公司更大比重的股票，我也不能那么做。分拆后，我就有更大的灵活性，可以增持我特别偏爱的许多中小型公司的股票。

我最初计划在2006年年底告老还乡。但是，富达国际投资的首席执行官西蒙·弗雷泽（Simon Fraser）说服我把第二次移交推迟到2007年年底，以便移交过程能更加有序。我同意了。我们将在2007年夏天宣布接管英国这一半基金的新基金经理人，之后6个月我将最终离任。这只基金的接任人到底会是谁？这是整个移交计划中唯一不确定的问题。

富达基金的新任管理者

我记得在20世纪90年代末期管理欧洲基金时，我们的一个分析师在意大利机场给我打了个电话。他是芬兰人，那个时候他从商业银行业转入富达还没多长时间。公司派他去调查一些欧洲银行，包括意大利银行。他马上就要登上返程飞机了，但是他访问过的那些银行的发展潜力让他兴奋不已，以致他等不及回到伦敦办公室再来说服我们购买那些银行的股票了。在此几个星期前，他就在我的办公室放过一段他与一些银行管理层开会的录音，那些管理者解释了他们如何大量增加银行收益的计划。放下电话没一会儿，我就买入了一批银行股票，其价值在5年后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



翻了6倍。我那个时候没有想到，这位分析师有一天会成为接管富达基金的候选人。

2006年6月公司宣布约玛将接任一半基金时，他在富达以外还不怎么出名。但是，那段时间他一直列在少数几个接任候选人名单中，直到我们完成新基金的启动说明。我想，要成为一名成功的特殊情况基金经理，必须具备很多特质，但其中有三个是尤其重要的。首先，他必须是一个逆向思维者，能够乐于做出与众不同的决策。其次，他要乐于管理一个完全不依据于基准的投资组合，你不需要因为哪些股票是基准（或指数）的重要成分股而去持有它们。

最后，就像我之前就已经解释过的，我的投资理念的核心是识别出那些目前估值不正常，但可能在未来能够好转的投资机会。当他们情况好转后，再继续寻找新的机会。我认为，约玛正好具备了以上三个特征。至于最后一点，虽然他或许认为自己不一定是一个传统价值投资者，但他承认自己投资方法的核心就是寻找全世界的价值评估异常的股票。

我和约玛在一起断断续续合作了10年。最初，他只是一名分析师，为我提供建议并跟踪那些在他负责的板块中我持有的股票。随后，他去我们在波士顿的办事处工作了三年，任富达以美国投资者为目标的全球基金经理团队的助理。之后，他成为我们伦敦办事处的基金经理，起初是管理几只欧洲国家的基金，后来加入我们的伦敦全球团队，为我们的一部分远东客户管理全球投资组合。

我认为富达的全球资源是我们的一个巨大的竞争优势。过去的几年，我们成立了一个总部设于伦敦的全球基金经理团队，分享富达全球270名股票分析师提供的调研数据。该团队包括6名全球行业投资经理，他们负责管理局限于全球某特定行业的基金；3名全面的基金经理，约玛就是其中一员。能够管理这只新基金，约玛感到非常兴奋并满怀期待。像他说过的，如果他必须设计出一种完美的方法来管理全球特殊情况基金，那将是去全世界各个角落寻找最佳的特殊情况，并成立进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



取型基金。2006 年的最后几个月，我和约玛密切合作，确保了新投资授权的平稳过渡，2007 年也如此。

这两只基金都享有 UCITS Ⅲ（欧洲可转让证券集合投资协议）颁布的新指令赋予的权利。这些新指令使得以后的基金可以更大范围地使用金融衍生产品。虽然我不认为约玛和我会在近期主要使用衍生产品，但我还是相信它们可以提高基金收益，并使我们能够不时地利用市场对某个公司前景的负面观点。我们的调研已经高度突出了这种类型的机会。事实是，像全球化一样，金融衍生产品是我们现在的新投资世界的不可或缺的一部分。我认为，当我们的竞争对手已经在使用这些衍生产品，而我们却无权使用时，将会大大损害我们这两只基金的利益。

从 2005 年宣布分拆基金到最终确定所有细节的这 9 个月时间，真是很长一段日子。实际操作过程中，取得分拆基金（英国股票市场前所未有过的情况）的许可证和发行一只新基金都需要花很长的时间，更别说我们需要制订一个计划，向投资者和顾问们解释了。这在投资行业和富达内部都引起了骚动，许多人都被这种或那种原因牵扯进来。在最终宣布基金分拆之后的移交情况和新基金经理名字的前几个星期，媒体有许多的推测。

那个时候我们很担心消息会泄漏，那样我们就必须在还没有完全准备好的情况下解释我们的计划。但是，我们自认为消息的保密措施已经做得很完善了。所以你可以想象，当一个记者在我们准备宣布消息的一两个礼拜前打电话到我们的新闻办公室，说他们在网上发现富达注册了一只新全球特殊情况基金时我们的惊愕程度（英国金融服务管理局由于失误而过早把新基金放上网站）。真是没有人能够做到万无一失啊！然而，令我欣慰的是，88 000 名投资者中的 97% 在特别会议上都投票赞成分拆基金，并和我一样认为这是目前最好的办法。虽然在投资行业没有永远的成功保障，但是我还是认为约玛不会让投资者失望。祝他好运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我的未来计划

基金移交的所有程序都正常化了，我也很快可以卸去基金经理的职位了，那我的未来计划是什么样呢？我想说的第一件事情是，2007 年年底我还不会离开富达，虽然我很可能不会继续全职工作了。但是我非常渴望与年轻的基金经理们和股票分析师们分享我的经验，所以我会继续，甚至增加我从放弃欧洲基金后就开始的导师工作。我同时更希望在市场营销和员工招聘上多花些时间。

我们未来所有的基金经理几乎都将是从内部股票分析师中挑选出来的，我强烈赞同这种做法。当我们和一个分析师合作至少五六年后，他们也已经跟踪研究过至少两个不同的行业领域，我们就能很好地考察出他是否具有成为一个成功的组合投资经理的潜质。我们的“自下而上”的选股方法要求基金经理拥有和我们的分析师类似的分析技巧。

因此，成为一个组合投资经理的先决条件就是要证明自己能够做好分析师的工作。我们大部分的分析师都期望成为基金经理，但只有最优秀的人才能胜出。所以，凭借分析师的才能加入富达是成为富达基金经理的关键性一步。最后，我希望能够继续为保持我们的投资步伐领先于竞争对手尽一份力。我深信，只有一直审视我们的竞争优势并在他人之前寻找新的投资途径，才不会被竞争对手甩在后面。

尽管选股是我的职业，而且我也敢断言没有比这更好或更有趣的赚钱方法，但还是有很多其他事情是我喜欢做的。这几年，我都是英国富达慈善基金会（Fidelity Foundation，一家以富达的利润赞助的慈善机构）的理事。这增加了我对慈善事业的兴趣，我希望能够在这个领域做出更多的贡献。我现在有一些投资想法，其中一个可以把投资和慈善事业联系起来，而且我希望可以在未来一两年内得到实现。

除此之外，我的最爱就是欣赏和创作古典音乐，这也是我想要花更多时间来做的事情。2006 年年初，童声合唱团在圣保罗大教堂演唱了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我谱写的一首颂歌——A Garland of Carols。这是我在电脑上用一种叫做Sibelius的音乐软件程序谱写的。该曲写成之后7年多，终于听到了一次现场演唱，这成为令我永远难忘的记忆。纯粹是为了娱乐，我在附录7中附上了一个目录，上面列出了8张我愿意带着去荒岛的音乐碟，希望可以让读者了解一下我最喜欢的音乐。

最后，令我深感幸运的是能够在西萨塞克斯郡拥有一个幸福美满的家庭，在安提瓜岛拥有一栋可以眺望加勒比海的漂亮房子。我非常期望能够花更多的时间陪我的妻子莎拉在这里生活。如果不是最初她说服我打电话给富达，那么今天这一切都不会发生，你也不会看到我这本书。我知道，对各行各业的人来说，幸福的家庭都是无比重要的，在情绪极容易受到影响的投资领域，它尤其是一个巨大的优势。在这一点上，和我生命中许多其他事情一样，我非常走运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章

投资“王中王”：安东尼·波顿和他的基金

乔纳森·戴维斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有条理的思维

在伦敦市中心，有一座面向圣保罗大教堂的现代办公大楼，安东尼·波顿的办公室就在这里。这个地方先前是一家大型美国银行，但可惜它虽有进军全球的雄心壮志却无奈实力不足。波顿工作的这座办公楼无疑是富达拥有的最宏伟的一栋建筑，大理石贴面前厅的墙上还挂着大卫·霍克尼（David Hockney）的一幅精选作品，象征富达成功进军欧洲。波顿的办公室位于二层，面朝楼外克里斯托弗·雷恩爵士（Sir Christopher Wren）的伟大作品——圣保罗大教堂。在他书桌后面的书架上摆放着一排按时间顺序排列的笔记本，上面记录了波顿多年来与所有公司的会议记录（总共60本，80%以上是他与英国公司的会议记录）。办公室角落里放着电脑，墙上挂着与家人的合影、草稿图和这么多年来大量的不同行业颁发的奖状。整个办公室给人的总体感觉就像是一个大学教授的办公室。这个空间整洁有序，没有多余无用的地方。没有任何迹象表明，这是英国有史以来最优秀的基金经理的办公之所。

第一眼见到波顿，他高高瘦瘦、彬彬有礼，有着明亮的眼睛和微微卷曲有点灰白的头发。他说话沉着清晰，句式结构完整，表现出有条理的思维逻辑。他在公司给人一种处事冷静、办事有效率的印象，并一直谦恭有礼，即使说他在一个风格严谨的大学里工作也不会有人怀疑。你会认为他对待生活方方面面的态度也一定是小心谨慎的。然而有趣的是，事情并非完全如此。大学一毕业，他就被父亲从被窝里揪着出去找工作，纯属偶然地来到了伦敦金融中心，而不是怀揣着买卖股票赚大钱的远大志向。这种慵懒散漫的开始，并没有阻碍他成为竞争激烈的投资领域里一名备受推崇的基金经理。在这个领域，最优秀的投资者们可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在一年内赚到几百万英镑。

深思熟虑、做事有始有终的波顿就是一个现代职业投资经理的典范：眼光锐利、高度自律、工作勤奋、富有责任心，管理的所有基金都持续保持着高于市场水平的优异业绩。虽然投资事业不能凭借简单的科学方法获得成功，但是波顿的职业生涯证明了才能、常识和勤劳的有效结合可以使选股成为一门艺术。他是一位逆向投资者，乐于在股票市场底层寻找那些便宜、不受欢迎的但有可能变成绩优股的股票。即使是对于一只多样化的基金而言，这种策略也是有一定风险的，但是过去的 27 年完美得就像一场梦，波顿管理的基金非常走俏并具有极高价值。

富达特殊情况基金和富达欧洲基金这两只基金占用了波顿的绝大部分工作时间，它们的年复合收益率高达 20%，轻轻松松地打败了市场和同行。这两只基金和其基金经理获得了大量的行业奖项，数量多到不可计数，并且在标准普尔指数、晨星和其他著名基金评级机构的排行榜上遥遥领先。波顿一度被出版界誉为英国的彼得·林奇——他是一位爱尔兰裔美籍传奇选股高手，为美国富达管理世界上规模最庞大的共同基金——麦哲伦基金长达 13 年。可能最重要的还是，在 2003 年《商业星期天》（*Sunday Business*）举办的高级投资经理选举中，当基金经理们被问及谁是他们最崇拜的竞争对手时，10 个人中至少有 5 个人提名波顿。[①]

波顿自己和他的崇拜者都认为，他作为投资者的最大优势在于他是个情绪稳定的人，并具备面对挫折的坚强毅力。他这样说："作为一名基金经理，你必须非常冷静。"波顿的前同事，后来与他人联合创立基金评级公司基金研究（Fund Research）的彼得·杰弗里斯（Peter Jeffreys）说过："他很重要的一点特质是，他做所有事，只认准纯粹的对与错。对他来说没有中间状态，绝对没有。"基金董事经理查尔斯·弗雷泽爵士（Sir Charles Fraser）曾被要求讲讲关于波顿的奇闻逸事，他

---

① 提名波顿的五个人中有三个从来没有见过他本人，说明波顿极为不事张扬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只是简单地回答：“我讲不出来，波顿不是那种会发生奇闻逸事的人。”其次，比较明显的是波顿工作的高度自律与条理化。和大部分成功的职业投资经理一样，波顿相信一名职业投资者必须全身心地投入市场。他说：“我认为，你必须对市场如痴如醉，因为投资行为是持续而无形的。投资行为没有所谓的起点或终点，总是会出现一些新的需要你钻研的情况。我认为，你想要做好的话，就必须全身心地投入，毫无保留。我所钦佩的所有投资经理从来没有只是做兼职投资的。”①

他承认，对于像乔治·索罗斯（George Soros）这类对冲基金投机者而言，情况可能不同。他们专门在宏观经济的前景上下大赌注。对他们来说，只要获得雄厚财力的支持并做出正确的决策，每年做两三次决策就可以完全决定胜负。但是对于像波顿这种专门从事选股的投资者而言，除了狂热工作外别无选择。波顿起步时只需要管理 20～30 只股票。但是现在由于他的基金获得巨大成功，其规模从 1987 年到现在已增长了 200 倍，波顿必须管理他的多样化投资组合中的将近 200 只股票。这就不仅仅是个人勤奋工作就可以解决的了，还需要一个庞大的密切关注股票走向的分析师团队的支持。算起来，波顿会见过伦敦富达超过 50 名分析师，他亲自训练过其中的大部分人，教他们如何以富达的模式分析股票。这些分析师清楚波顿的需求，而波顿也信任他们的分析结果。波顿的正式头衔是富达投资集团董事总经理，但他的实际工作其实是组建并充当富达基金管理的先锋力量。

忠于细节

波顿每周的工作时间相当长。即使只考虑富达对深度调研的重视，波顿每天阅读书面文件和电子文件的工作量也是大得可怕的。波顿每天

---

① 除非明确指出了其他信息来源，本章节所有的直接引语都是来自于对波顿进行的访谈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的行程是，早上6:30离开西萨塞克斯郡的家，赶去伦敦的火车。他在火车上阅读《金融时报》，并对至少一家他当天要考察的公司进行分析。他一个星期要在各种公司会议间打转。有时在赶往或离开车站的路上，他也会快速处理大概每天40条的语音留言，其中许多是同事汇报的近期会议情况，包括与现已持有或潜在目标股票的公司的会议。和所有的富达基金经理一样，他每周的工作就是围绕着公司会议展开。当他同时考察英国和欧洲大陆国家的公司时，他一天要亲自参加的会议有5~6个，其他的则由同事提供报告。富达公司平均每天考察15~20个公司，有时数量更多，分析过程或者在富达的办公室进行，或者在那些公司中进行，或通过电话会谈进行。这种对面对面的会议形式是富达主要的竞争优势之一，波顿对此深信不疑。

针对每家公司，都由内部分析人员事先做出详尽分析，形成大量详细的信息资料。每份资料有好几页长，内容涉及主要的财务数据，辅以经纪人的看法和任何其他相关资料，比如简报等等。[①] 会议则是波顿和同事提出经营问题并继续跟踪分析其业务进展的机会。每次会议，波顿都会亲自做文字记录，笔记每次记两三页，并在他桌后的文档柜中按顺序归放。稍后他将取出翻阅，以检查在上次分析之后，哪些公司的状况发生了变化。浏览波顿的这些笔记，你可以深刻地感觉到他严谨的投资方法。有一天，我看过大概十几页的笔记，里面没有出现任何一句闲话或个人评论（甚至没有一点打发时间的痕迹）。狄更斯小说里面的格雷因（Mr. Gradgrind，只信奉事实和数据）应该会非常欣赏波顿的工作方式，它需要投资者能够全神贯注地专注于手头的工作。

非同寻常的是，波顿除了研究富达内部的分析结果和从外部获得的经纪人的调研，还喜欢在考察一个公司前研究大量的股价图，了解那些公司最近的价格形势。把所有这些加起来，每天将有一大堆的文件需要处理。从某种情况上来说，波顿就像《是，首相》（“Yes，Minister”，

---

① 附录5附有富达分析师对一个公司实施详细研究模型的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



英国一部政治讽刺喜剧）中的汉弗莱·阿普比尔爵士（Sir Humphrey Appleby）一样成了他的文件箱的奴隶。如此巨大的工作量是波顿一般晚上8点才回家的原因之一。他说过，他在每次度假结束后都感到害怕，因为办公室将有一大摞的文件等他处理。谱写古典音乐成了他缓解如此巨大的工作压力的方法之一。他儿时就非常喜欢古典音乐，最近重拾了这一兴趣。他几乎没有多余的时间与同行，甚至富达的同事一起参加社交活动。他自己承认，“我不是那种喜欢出去喝一杯的人，没有什么夜生活，我喜欢下了班就回家”。[①]

他说：“有太多需要阅读的资料，我坐火车上下班的原因之一就是为了可以在路上完成一部分。你必须明白自己心里想要的东西，否则会被过多的信息所迷惑，从而可能什么都不愿意做了。我喜欢筛选资料，老实说，大多数经纪人的资料对我没什么用。我比较满意几个分析师，会经常留意他们的分析结果。如果分析结果显示应该卖掉某只我并没有持有的股票，那我就不会再多看了；但如果是我持有那只股票，那我一定会快速浏览一遍。一定要分辨出信息的有效程度。”这就需要投资者自律和勤奋，而这正是波顿最出名的两点特质，在他的同事中很出名。[②]

富达分析师们均以标准的内部形式制作针对每家公司准备的简要背景材料。尽管如此，波顿还是觉得，“面对大量的材料，你必须有个查阅资料的完善系统，否则你会淹没在这些材料当中”。有些基金经理只依赖富达内部的分析材料，忽视外部经纪人的调查结果，他们也获得了成功。但这不是波顿的风格。“我不会采用那种方法，因为你永远不知道下一个投资想法会来自于哪儿。”他坚持认为他需要中立的观点来有效运作他的投资模式。

当越来越多的公司来拜访时，波顿说他主要寻找的是那些管理层相

---

① 《每日电讯》，2004年1月10号。

② 莎丽·沃尔顿（Sally Walden）和波顿一起共事了20多年，她说波顿是她见过的工作最高效的基金经理，他几乎不浪费一分一秒的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当了解自己事业的公司，但他并不幻想管理层成为公司成功的决定因素。“一些投资者极其看重管理层的水平，我却更偏向于沃伦·巴菲特的做法，我宁愿选择一家管理层水平一般但业绩和运作良好的公司，而不是相反的情况。我发现，那些在会议上给你留下很深印象的人不一定是最优秀的经理。”他提起了约翰·冈恩（John Gunn），曾一度被广泛认为是20世纪80年代伦敦城最优秀的经理。几年后，冈恩管理的British & Commonwealth公司破产了。

“我欣赏那些言行一致的经理，不喜欢那种总是夸大其词的经理。”波顿很关注公司管理层怎么评价他们的产品。“如果他们头一次来访时一直强调一种产品，而下一次来时却对那种产品绝口不提，我们就势必会开始担心了，认为肯定是出了什么问题。”如果一个公司的对手正面评价该公司的产品，那么该评价的价值比公司自我评价的价值要高出一倍（关于波顿认为公司应该怎么使投资者满意的详细记录，详见附录）。

机会降临

波顿的工作方式如此正规，以至于他只是偶然跨进这个行业这一事实令人惊讶。他最初接触投资是在一家小型银行——凯塞·厄尔曼（Keyser Ullmann）。20世纪70年代是凯塞·厄尔曼银行的全盛时期，它以冒险进取而闻名，但之后由于大量富有争议的失败交易而最终导致银行倒闭。波顿成为了该银行的“第一名，同时也是最后一名毕业的学员”。波顿在剑桥大学学的是工程学，但他说他学习了两年的工程学后，“我唯一确定的是，我不想成为一名工程师”。所以，他在1971年毕业时还没有找到工作。

大学里最后一个暑假结束后大概第三个星期，波顿身为律师的父亲，之前原本想鼓励他慢慢决定到底想从事什么职业，却突然开始催他赶快去找份工作。他们家的一个做生意的朋友建议他考虑一下去伦敦金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



融城找工作，另外一个做股票经纪人的朋友把他引荐给了凯塞·厄尔曼银行。凯塞·厄尔曼银行当时还处于快速发展阶段，并觉得"员工培训听起来是个不错的主意"。成功的事业往往就是从这种荒诞的机会开始的。

与其他许多成功的投资者不同，波顿起先并没有怀着成为一名投资经理的目的，也没有任何从股市里面赚大钱的雄心壮志。就像他曾说过的，当时去伦敦金融城从事企业财务，被他的大学校友们看做是最时髦的工作，投资管理只是第二选择。他回忆说："企业财务工作非常有吸引力，但投资管理几乎算不上是一种正规的职业。"他当时也不是很喜欢股票市场，或者说对其根本一无所知。这可一点儿都不像他儿时想象的诸如贩卖邮票之类的赚钱计划。许多最伟大的投资者们成功的动力都来自于贫穷的家庭背景，但波顿却是在传统、生活舒适的中产阶级家庭背景下长大的。

波顿在凯塞·厄尔曼工作了5年，虽然银行后来出现了一系列的问题，但他在那里还是接受了良好的训练。他开始时是一名普通的培训生，"坐在柜台后面，拿出一些钱，带去金融市场，那里的人都带着高高的帽子走来走去"。随着些微的行政部门人员缩减，他开始花一点时间在投资这个方向上，也是在那里，他终于"开始认识股票了"。公司安排他在银行的投资部门任调研助理，这宣告他作为投资经理的职业生涯的开始。那个投资部门独立于银行的其他部门，它管理的大部分资金都属于信托投资。波顿说，那样就意味着当银行陷入困境，储户们纷纷开始取走存款时，他们那边的事业基本上不会受到影响。

创立一种投资模式

凯塞·厄尔曼银行管理资金的方法有三个特征，对波顿投资模式的形成有着深远的影响。其中一点是，他们着重投资于小型企业——这至今还是波顿投资模式的一个金字招牌。另一点是，投资经理们都会出去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



拜访自己持有的股票所属的投资目标公司，这在当时算得上是非常新奇的做法，那时大多数的投资经理仍然十分依赖于股票经纪人给他们提供的投资意见。第三点是，银行的一个董事对使用技术分析或股价图弥补常规基础性分析缺陷非常感兴趣。而这一点成为波顿始终保持的偏好。

作为一名基金经理助理，波顿的主要工作内容包括评估公司半年和全年的业绩，提供意见说明其股票是否还值得持有。他还记得发现数据流机器时自己的那种痴迷。数据流机器当时在伦敦是个稀奇的东西，让他可以在茫茫的股票海洋中搜索(“屏幕筛选”）出那些符合特定特征的股票。[①] 然而，波顿说他还是花了好长一段时间才最终彻底理解了那种机器的使用方法。

1973 年至 1975 年，第二次银行业危机发展至最严重状态，股票市场也正经历惨重的下跌，波顿必须在这种令人恐慌的市场环境下积累成长经验。他记得，那时吃午餐，所有其他的基金经理都在比较谁投资的金额数量少。换句话说，他们看起来都在相互比较，看谁手上留存的现金最多。“那时候有个感觉：我这是陷入了什么困境？是不是整个世界都要终结了？股票市场到底会不会停止下跌？”后来股票市场真的停止下跌了，但是在那之前不久，波顿认为时机到了，决定换个地方工作，因为那个时候凯塞·厄尔曼银行已经问题重重。几次面试过后，他在施莱辛格投资集团找到了一份工作，做基金经理。施莱辛格属于一个富有的南非家族，他们在伦敦房地产界和金融界都拥有一些股权。其中有一家信托公司，由理查德·廷伯莱克（Richard Timberlake）和彼得·贝克（Peter Baker）管理。

理查德·廷伯莱克和彼得·贝克两个人对波顿的投资生涯都产生了不小的影响。贝克有着最多的投资想法，而廷伯莱克则可以算得上是现

---

① 数据流是一种信息服务系统，它包含的数据可以让使用者筛选大量的历史信息，包括股票价格、债券价格、经济数据和公司业绩。多亏了互联网和改良的无线电通信技术，数据传输才变得极其简易。实际上，这种数据信息现在已经成为了伦敦金融城或伦敦西区的所有专业工作的必需品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



代基金管理事业的先锋，主攻市场营销。波顿说，前者对投资有着非常客观的见解，总是愿意就投资意见本身做出适当的评价。“如果你能有效证明一件事是正确的，那他就一定会好好考虑。我总觉得，如果一个端茶的妇人走进来对他说，应该购买ICI这只股票，并说出那是因为什么，他也一定会耐心听的。”

贝克同时也是个具有数学头脑的人，对于如何用数学模型计算期权价格很感兴趣。他是英国最早尝试结合使用定量分析方法和现代投资组合理论的人之一。注意到理论研究如何证明打败市场平均水平的困难性之后，他发行了一只指数型基金，那在当时还是一个非常超前的概念。那段时间，波顿参与管理了七八只基金，每样事情都参与一点点。这其中有一只是特殊情况基金，从那时起波顿就和特殊情况基金紧密相连了。

然而，施莱辛格也不是环境太稳定，有很多关于它将被出售的谣言。波顿说：“南非人是实实在在的生意人，他们喜欢买卖东西，而不会一直把它们紧紧抓在手上。”所以当他的第二个老板，理查德·廷伯莱克，1979年被招入富达帮其建立第一家英国公司时，波顿告诉廷伯莱克他想跟随他去富达。波顿说，他那时甚至不知道富达是什么公司，有哪些人。当他发现富达是美国最大的独立投资管理公司，有着基于深入的基础分析的持续良好的业绩水平时，感觉当然不错。结果，他成为了富达国际最早招聘的两个投资经理之一。那时他才29岁，只有有限的一点投资经验，但是有着能被新总经理发掘的巨大潜能。

在富达起步

从现在的观点来看，选择加入富达或许看起来是一个明显的事业转型，但在当时，许多人却不这么认为。廷伯莱克说过，英国贸易部之前从来没有批准过任何一家外国集团在英国经营零售基金，并在富达设立摊位之前用好几项条款进行限制。在那7年之后，英国金融市场才“大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



爆炸"，撤销相关管制规定，清除许多倒闭的商店并解除长期盛行于伦敦金融城的限制性措施。在那几个月前才刚撤销了外汇管制，市场还比较脆弱。通货膨胀率飞涨了两倍，看上去完全失控了。那一年早期，保守党赢得选举后，玛格丽特·撒切尔夫人的资本主义政府也还在摸索前进之中。

伦敦城几乎没有多少人听说过富达，而那些听说过的人一般不喜欢美国商人的工作狂式的工作方法。廷伯莱克回忆道："我的哥哥是富达的审计员，他告诉我关于富达招聘和解雇员工的各种恐怖事情，还告诉我美国人是什么样的。"比尔·伯恩斯，富达负责监管英国公司启动情况的人，说道："我们还是一家初出茅庐的投资管理公司，艰难地试图在英国站稳脚跟，在通货膨胀飞涨、利息率超高和证券市场不稳定的经济衰退期经营运作。更有甚者，富达国际当时又和一家美国公司合作。那时的美国商人被认为是短期机会主义者（也不是完全没有道理），他们一看到有任何不利情况就会立即逃离。"因此，需要有一定的勇气才敢踏上这条不明不白的船。波顿回忆道，他的确是在他妻子鼓励之下才最终拿起了电话并向廷伯莱克表明了心意的。

廷伯莱克让波顿经营管理一只特殊情况基金，因为这也是波顿在施莱辛格最喜欢管理的种类，虽然这不是早期富达的首选。（伯恩斯和廷伯莱克事实上试图说服波顿为他们管理一只日本基金，但是这个要求被婉拒了。）然而讽刺的是，与特殊情况基金后来的发展情况形成鲜明对比的是，它发行初期却是富达所有原始基金中最难卖出去的。据巴里·贝特曼（Barry Bateman）说，有很长一段时间，特殊情况基金一直在二三百万英镑的规模上挣扎。巴里·贝塔曼于1981年加入富达营销队伍，现在是富达国际的副董事长，负责富达在美国市场以外的所有业务。他说："我认为其中一个原因是，人们只把我们看做是国际基金经理，所以开始时他们自然只愿意相信我们的国际基金，而不是英国基金。"基金发行很长一段时间后才第一次有了不错的业绩，在排行榜上占有了一席之地，人们开始对特殊情况基金怀有信心。曾有一段时间，公司为了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



帮助提高基金销售额而付给销售人员双倍的佣金以激励他们。直到20世纪80年代后期，基金首次登上了5年业绩表首位，投资者才开始大量购买。

那么，究竟什么是特殊情况基金呢？从某种意义上来说，答案很简单。它就是一种投资于有着特殊不利情况的公司的基金，而这种公司有可能在短期内突然好转从而为投资者赢得利润。“几乎所有处于某个特定时机的股票都可以被称为‘特殊情况’，”波顿在这只新基金的基金经理投资报告上这样指出：“一般来说，特殊情况公司的净资产、股利收益率或每股未来收益被低估了，但是这些公司却有某些潜在因素可以提升未来股价。”这些因素可能会是一次接管并购、一次新产品发售、管理层变动、企业资本结构调整或者是其他事情的导火索。我们可以看到，这些年来，波顿精简并详细分析了自己的投资方法。

但是波顿现在也承认，他在富达管理特殊情况基金的一个巨大优势恰恰就是几乎没有人真正懂得它的含义。他回忆，当时大家普遍认为这种基金是一种进取型（也就是追求风险型）的基金，寻求大型蓝筹股以外的资本增长机会。投资者们发现他们相对容易接受的一种方式是寻找潜在并购对象。最初的投资报告中强调，波顿愿意为了寻求高收益而承受高于平均水平的股价波动幅度。然而，除此之外，还有许多可以尝试的空间。特殊情况概念的灵活性使波顿在多年间始终为自己留有回旋余地，以发展他自己独特的投资模式。无论那些理论家认为要寻找到一个可以长时间持续打败市场的经理人是件多么困难的事情，但是对于那些相信拥有卓越才华的投资经理可以使事情大不相同的投资大众来说，这种基金非常具有吸引力。

波顿与富达的联合对双方来说都是相得益彰的。要让那些不熟悉美国投资环境的人相信富达在美国具有的超高影响力是比较困难的。其实，自第二次世界大战以后，富达不仅是世界上最大的独立投资管理公司，该公司在建立投资管理职业标准和行业营销方法两个方面做出了突出贡献。富达是最早大额投资于基础分析研究的公司之一，是最早意识到这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个曾被认为是“一潭死水”的金融行业需要招聘并培训最优秀员工的公司之一，同时也是向普通投资大众直接推销组合投资工具的先驱之一。

20世纪80年代至90年代的大牛市汇集了巨额的资金。其飞速增长引起了一些周期性的调整问题，但是富达还是在2000～2003年的熊市中保持快速成长。2004年，位于波士顿的富达管理和研究公司（Fidelity Management and Research）经营管理着超过180只不同种类的基金，资产超过1万亿美元。这个水平比当时英国5只最大的养老基金资产总和还多，大概相当于整个伦敦股票市场资产总值的40%。富达变得如此庞大而富有影响力，美国的一些报刊甚至认为自己什么也不用干，只追踪富达旗下庞大数量的基金的运作情况就足够满足读者了。富达国际是处理其国际业务的公司，英国办事处也隶属于它，该公司也同时稳健成长至管理超过1 800亿美元的资产。今天，它管理的系列基金包括超过30只英国零售基金和超过250只的离岸基金。

尽管经过了多年的成长，最初在1946年建立的波士顿富达公司仍然是一家属于约翰逊家族和其他高级管理层的私有公司。虽然股东成员有部分重合，但是富达国际是秉承独立运作的理念建立的。内德·约翰逊是约翰逊家族的第二代负责人。难得的是，虽然出身于这样一个豪门望族，内德·约翰逊的成就却丝毫不逊色于他的父亲——一个被行业内外尊称为“约翰逊先生”的个性人物。① 同样难得的是，作为基金行业的一家家族企业，父子俩偏好的投资方法却截然不同。约翰逊先生喜欢放任基金经理，让他们以适合他们自己的个人模式进行投资，不管他们的方法有多么的非同寻常。然而，他的儿子却坚信调查研究的重要性，不论是基础性研究还是技术性研究他都认为相当重要。他对待员工的方式也奉行绩效至上的功利主义态度。虽然富达的基金经理们享有丰厚的报酬和高质量的技术支持，但那些不能获得持续效益的经理们将会遭遇解雇。

投资行业这种竞争激烈的环境和文化氛围并不适合所有类型的基金

① 内德·约翰逊的女儿阿比盖尔（Abigail）现任富达管理和研究公司的总裁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经理，但喜欢这种氛围的投资者却会越来越喜欢富达，如同波顿。富达风格的一个关键特征就是基金经理们有管理他们的基金的充分自由，不用受过多责任的干扰。基金管理团队的经营和投资程序一般是由首席投资官负责，但是最近由于企业管理越来越受重视，另外一个董事接管了处理投资标的企业日常事务的工作（虽然有时候事情会比较琐碎）。伦敦城外的一个独立办公室负责经营营销和行政工作。在许多投资银行，职员仅仅是把任职于投资管理部门看做是向上爬的垫脚石，然而在富达，基金管理却是员工们的最高目标。

波顿说：“彼得·林奇投资模式就是投资者们必须把所有的工作时间都花在管理投资上。如果你还花时间做别的事情，那么投资可能就不成功。”除去每天的公司会议外，投资者剩下的时间就不多了。相信富达的方法是最好的，这是一种信任问题，然而许多局外人却指责这是思想褊狭的表现。富达的组合投资经理和大量的股票分析师一般都不是从外部招聘的，富达更倾向于内部培养这些人才以保持公司投资方法的前后一致。并不是所有人都喜欢这种模式，但也有人非常乐于成为这种管理严格公司的一分子——富达的模式对这些人十分管用。富达的名气也毫无疑问地使招聘进行得更加顺利。根据2003年《金融时报》的报道，在针对500名职业投资者进行的调查中，富达基金经理人连续四次荣登最受推崇基金经理人榜首。

一个简单的见解

波顿于1979年开始管理特殊情况基金，1985年开始管理富达的第一只欧洲基金，直至2001年他开始准备把欧洲基金和它的一只姐妹投资信托基金移交给同事麦克卡伦（Tim McCarron）。[①] 许多年中，他还同

① 麦克卡伦首先承担投资信托基金的管理工作，运作顺利后接管了单位信托基金，在2003年1月完成移交过渡。另一位富达基金经理格雷厄姆·克莱普（Graham Clapp）在那时接管了离岸欧洲基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时管理一只总部设于卢森堡的离岸欧洲基金。1994 年，他增加了一只仿效特殊情况基金投资手法的英国投资信托——富达特殊价值，进入他的投资组合。波顿全权负责大约 100 亿英镑的基金，从某种意义上看，这么庞大的金额由单独一个人管理真的是一个非常大的工程。他管理的两笔巨额资金——欧洲和英国特殊情况基金，被各自独立评估，但其实他管理所有资金的方法都基于通用原则，大部分这些原则都可清楚追溯至凯塞・厄尔曼银行和施莱辛格工作经历的影响。

贯穿波顿职业生涯的投资见解很容易总结，简而言之就是：为了获得比他人更好的收益，你必须做别人做不到的事情。或者用他自己的话说："如果你想要超越别人，那你必须拥有别人没有的东西；如果你想击败市场——所有人也正期望你能如此，那你一定不能被市场左右，你一定不可以完全跟随股市潮流并频繁进行交易，因为交易成本过高。你必须反其道而行之，做到与众不同。"从波顿的经历看，就是出于这种见解，他才从一开始就选择了小公司这个投资方向，而不是大型挂牌公司；之后还选择了那些出于各种原因而不受欢迎，却有可能在短期内情况好转的公司。

"我在高于平均风险的水平上管理运作基金，采用逆向投资法选择股票，"他这样总结自己的投资方法，"我理想的投资目标是那些现实情况不尽如人意，但看起来情况似乎能好转的公司。我寻找那些价格便宜、不受欢迎的，但是可能不久后能重新吸引投资者注意力的股票。"这种寻找不受欢迎股票的投资方法不算创新。英国单位信托行业的先锋 M&G 公司发行其第一只复苏基金已有近 70 年历史了。该基金赖以生存的观念是，通过买进正从衰落或其他挫折中恢复的公司股票而获利。这些公司所遭受的挫折要么是外部因素，要么是内部矛盾。这种传统性质的复苏股票一直在波顿的特殊情况投资组合中占有较重比率，并在过去几年尤为突出。

但是这种类型并不是他唯一寻求的"特殊情况"。他同时寻求那些由于未被充分研究而被低估的公司，以及那些成长潜力未被他人识别的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司。事实上，波顿的主要成就在于坚持反市场而行的基本理念，并比M&G或其他任何主流基金管理公司更敢于把这个理念发挥到极致。然而，预期获得的报酬越高，风险也就越大。因为波顿一直坚持充分多样化的投资组合，即持有大量他人存疑的股票。所以当时大量的只看重研究每只基金数据特征的顾问不怎么看好他的基金。最能激起这些顾问注意的一个衡量标准就是一只基金的持股与整个市场的偏离程度（即所谓的“跟踪误差”）。波顿的基金是所有美国股权基金中“跟踪误差”最严重的其中一只。[①]

至于波顿偏好的这种反向选股方法是否真的风险太大，这点还有待商榷，本书其他部分也就此问题有所探讨。毫无疑问，基金经理人有责任比普通投资者更加小心地选股。偶发事件和重大灾难是不可避免的。一路走来，波顿也遇到了不少灾难，包括波利·佩克（Polly Peck）、芒利（Mountleigh）和帕克菲尔德（Parkfield group）集团的股票，这些公司不是倒闭就是大厦将倾。最近，他又差点经历了相似的情况。如果不是富达和其他大股东联合采取法律行动对抗政府，那么这家英国铁路网络经营公司 Railtrack 就有可能被重新国有化。如果不是因为波顿管理的这只广泛多样化的基金实力雄厚，并且拥有市场巨头富达集团做坚实后盾，那么这么多灾难性的经历对任何稍微逊色的基金经理来说都会是难以承受的。但是，富达的强大和波顿自身的实力能够使他在经历偶然失败时耸耸肩，将烦恼抛开。他是在玩一个数字游戏，并相信宝石一定会比垃圾多。波顿的同事们说，他可以挑选大量成功的股票而避免灾难性股票的能力实际上是他作为一名投资者最大的强项。[②]

① 从把与指数的偏离称为“跟踪误差”这个说法，就可以明显看出标定指数的概念在现代投资管理中是如何深入人心的。当然，如果对于一只专门设立用于跟踪指数业绩的指数基金，这种偏离确实令人无法容忍。然而，对于特殊情况基金一类的积极进取型基金，情况经常恰恰相反。

② 这是亚力克斯·哈蒙德·钱伯斯（Alex Hammond－Chambers）和李·古德哈斯（Lee Gardhouse）对波顿的评论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



波顿偏爱的股票

由于经常需要向潜在投资者解释投资方法，擅长分析的波顿把他愿意购买的特殊情况股票划分为许多类型，但它们几乎全部属于不受欢迎或被低估价值的股票。这种分类在这些年来发生了一些微妙的变化，但其内在理念还是始终如一的。在早期给投资者的报告中，波顿列举了8个类别的股票：小型成长股、复苏股、资产股、新发行股、并购前途型股票、能源和资源股、企业重组或业务转变型以及新科技公司型股票。现在，他把类别精简至6种，分别是：复苏成长股、未获注意成长股、价值异常股、企业潜力股（主要是有被并购可能的）、资产股和行业套利股。波顿在前面的一章中已经详细地解释了这种分类背后蕴涵的理念。这么多年来波顿选取过无数成功的股票，但最后让他自豪的还属寻找到了默西海港码头公司（Mersey Docks and Harbour Board）的股票。这是一个能够充分说明波顿与众不同的投资技巧的典型例子。这只被传统观念认为是灾难的股票，之后却成为了彼得·林奇经常说的“能涨10倍的股票”。由于英国劳工党推行码头劳工就业方案，这家公司多年负担着这一强制实行的劳工方案引起的巨额费用。这个方案确保了该地区所有码头工人的就业，却不顾公司对工人的需求量如何。撒切尔夫人终结了码头劳工方案，但大多数的码头公司需要自行负担给码头工人的遣散费。

波顿看到了许多投资者没有意识到的情况，即该公司极有潜力被列入高价值的资产投资组合。当时保守党政府私有化另一家码头公司——英国联合港（Associated British Ports）时，把该公司的大部分遣散费负债一笔勾销，以确保私有化成功实行。波顿认为相似的情况肯定会发生于该海港码头公司。事实证明他是正确的：政府取消了该公司100%的遣散费负债，留下了一个资产充裕并几年来第一次拥有赚取经营利润能力的公司。仅仅几年后，该公司的股价翻了10倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



企业潜力股这一类别也意义重大。说这种类别只是“有被并购接管可能”的委婉说法，其实不完全正确。但波顿从不掩饰他偏爱寻找那些有可能经历管理层或所有权变动的公司。他认为这是一个职业基金经理非常合理的举动，但却被许多同行不明智地忽略了。20 世纪 90 年代，他购买了一些独立电视台公司的股票，结果大为成功。其中五六家公司都在之后被并购接管，这反映了全行业的一致观点，即最初由政府带来的地区性的小型垄断在现代卫星和数字科技时代已经无法继续生存。2003 年，波顿出人意料地以重要参与者的身份高调参与最后两家独立电视台公司——卡尔顿（Carlton）和格拉纳达（Granada）的合并活动。而且，他发现电力公司私有化是另一个有可能出现全行业性并购接管行为的地方。

波顿投资方法中可供投资者们学习的一个精髓是，只要做好了去寻找的准备，你就能经常发现许多“败絮其外、金玉其中”的股票。并不是所有经营不善的公司都无可救药。作为逆向投资者的一个窍门就是让自己多有一些这类有趣的投资想法：你可以预见公司的转变潜力并尽早介入，在它被整个市场完全识别之前就利用好它转变的机会。最近，波顿管理的基金不断增长的规模意味着一旦他出现在一家公司的股东名册上，他就能够推动或阻止这家公司的所有权变动。对于那些波顿持有大额股权的公司来说，他更多地被看做公司变动的代理人，而不仅仅是一个被动的投资者。

广泛撒网

波顿在管理特殊情况基金早期几乎没有什么内部调研可以依赖，他说他那时大部分的投资意见都来自于股票经纪人，这在他之前的笔记中有所反映。对基金持有人的早期报告中显示，富达与 50 多位伦敦以及一些地区性经纪人有业务往来，特别是地区性经纪人的意见对分析小型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本地企业十分有用。① 然而，即使是那种时候，波顿还是喜欢广泛撒网："我投资的基础一直是获取大量的不同来源的投资意见，然后以十分严格的标准挑选其中一部分。"虽然如今富达具有强大的内部调研能力，他仍然使用大量的股票经纪人提供的材料。这一部分归因于分析师不可能跟踪到如此广阔环境中的每一种股票，当然也出于他认为新投资意见越多越好的理念。

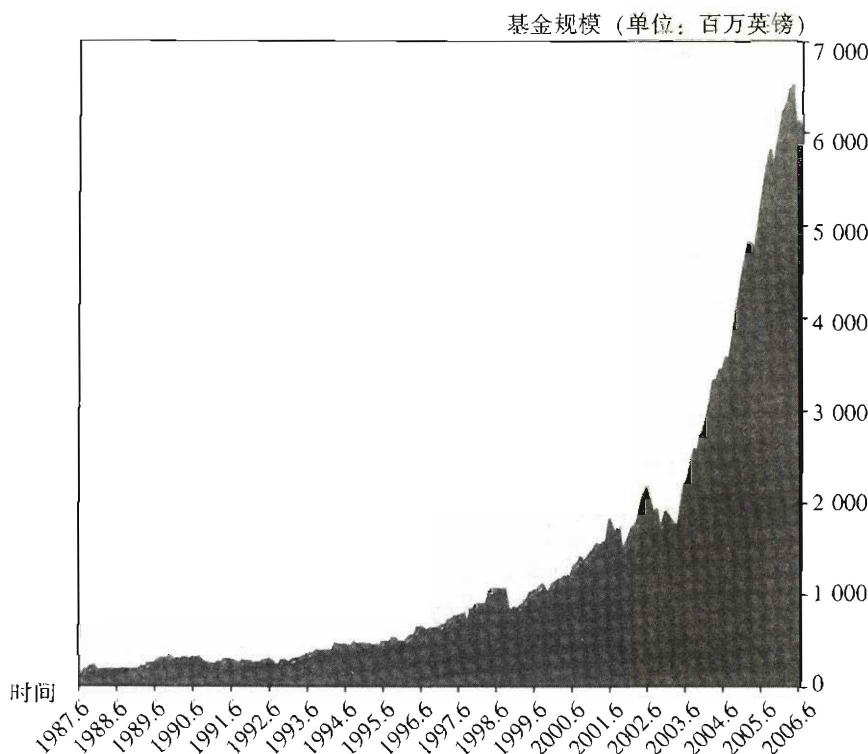


图 2-1 富达特殊情况基金的发展：1987～2006 年总净资产

波顿说，依赖于股票经纪人也存在一定的问题："他们很善于说服你购买某只股票，却不那么擅长劝你放弃某只股票。如果他们推荐的那只股票业绩不尽如人意，他们则倾向于放弃跟踪。当他们认为某只股票应当买进时，他们往往会先通知他们的几个高级客户。现在，股票市场

---

① 例如，1981 年 5 月，特殊情况信托基金报告中所说的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



监管部门坚持这些经纪人必须把消息同时告知所有人，因此造成了些许混乱：即使某个投资意见真的很好，结果却是小部分人会采纳意见并购买股票，而大客户却不进场。”对于富达这类大投资机构，有一个窍门就是，即使有一个好的投资想法，也应该寻求一种方式以做到比整个市场更早买进和更早卖出股票。最近，富达专门为波顿和其他所有基金经理设立了交易专柜，执行他们的投资指令。但还是一直存在管理流动性的问题，尤其是鉴于目前的经营规模，富达可以迅速成为其偏爱的中小型股目标公司的单个最大股东。

因此，波顿买卖股票再也不能像以前那样轻易和快速了，至少在英国市场是如此。随着基金规模的日益扩大，他开始面临一个选择问题：是继续坚持选择原来的不受欢迎的股票，或者改变策略，转而寻找一些更大型的挂牌公司？在 20 世纪 90 年代中期，当波顿的基金成长为同类中规模最大的单只基金时，他选择同时采用这两种方法。大体上，他继续坚持选择中小型股，可能部分归因于这也是林奇以及富达其他基金经理更倾向采用的做法。但同样，当市场上大型股的估值诱人时，他也乐于持有更多这类股票，例如快到 2003 年年底的那段时间，某些大型个股股价的估值开始变得有吸引力时。

在过去三年中，大型股在波顿的投资组合中占据了前所未有的比例，虽然他在这个板块的持股总额仍然低于金融时报全股指数的一半。

投资组合越来越大，但他仍坚持相同的价值驱动的方法，这更需要与一组分析师和基金经理紧密合作。“我真的很需要这个团队来帮助我监督我的投资组合中大约 200 只股票。实际上，分析师们为我做的主要事情也就是监督我持有的股票。”波顿说，基金日益扩大的规模势必降低他未来的业绩水平，但不会是灾难性的影响。“这意味着我的基金不大可能会出现在业绩排行榜的前十分位，但我仍然希望能进入前四分之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一位，并且我认为这是一个可以实现的目标。"① 基金规模是否已经大得难以在未来产生高于平均收益的绩效，这个问题一直使许多金融顾问很担忧，因为他们的客户都从波顿的绩效中获利不少。② 富达的系列基金的管理工作都进行得不错，还没有哪个基金经理和波顿一样在这么长时间内持续做得如此成功，因此人们都密切关注他最终接班人的相关信息。

为什么波顿投资复苏股和其他不受欢迎的股票，绩效却能如此之好？波顿认为在于市场的“从众行为”（herdlike behaviour）。“你必须充分利用股市的饱和状态。关注复苏型股票需要做到与众不同。许多人认为一切和他人一样就会很安全，如果每个人都说沃达丰（Vodafone）是一家好公司，他们就真的认为它是一家好公司。但如果有三个经纪人打电话建议我买某只股票，那么我通常会回答他们那听起来不怎么妙。市场过于饱和了，他们太过于乐观了，最后会对其他事情太过悲观。我还认为市场有短视的情况，不重视考察一个行业的长期发展动力等因素。”

一个真正的投资者必须具备很关键的信息优势，应该拥有比市场更丰富的信息。“一般来说，我不大习惯去关注某些宏观经济因素，以及像石油价格之类的事情。我为什么需要比其他人更加了解这些东西呢？但是如果你特别关注一家小公司时，有时候你在结束公司会议时会忍不住感慨：‘哦，天啊，太好了！这会儿我可能比所有其他人更了解这家公司了！’这正反映了吉姆·史莱特的祖鲁原则投资法（Jim Slater's Zulu Principle）：假如你是某个方面的专家，无论这个方面在大环境里显得多么渺小，你也拥有强于他人的优势。③ 我愿意在我拥有优势的东西上

---

① 基金管理领域常用说法，一只基金的业绩排名在同类基金的前10%，则位于前十分位；如果在同类的前25%，则位于前四分之一位。

② 波顿在2003年11月被问及基金规模问题时，回复《星期日电讯报》（Sunday Telegraph）：“我确实相信，基金达到某种规模时会难以管理，但我不确定具体的数额。”

③ 20世纪60年代末至70年代初期的股市大牛市期间，拥有雄心壮志的金融家吉姆·史莱特的一条投资信条就是，充分了解每个小细节是取得成功的方法。他这一信条后来因他妻子的一句话而被授予“祖鲁原则”的称号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下赌注。我们也同时利用世界上规模最大的投资公司之一的富达的实力接触许多公司并获得信息。在这里，我不只是在谈论内部信息，还包括许多小细节。当你综合考虑这些细节时，你就能拥有比一般投资者更广阔的视野。”①

兴盛于欧洲

波顿在其职业生涯中成功地证明了他的选股方法可以同时适用于两个风格迥异的投资舞台，这是他值得称颂的一点。很少有基金经理人能够同时在英国和欧洲大陆市场同时成功管理积极进取型的证券投资组合，而波顿却做到了。波顿希望寻找到一些其他投资者不注意的股票，这可以部分解释他早期对欧洲股票产生兴趣的原因。“我从 20 世纪 80 年代初期开始对欧洲市场产生兴趣。对于喜欢未被充分研究股票的投资者来说，那个时候的欧洲市场真是令人惊喜，因为它几乎完全被股票研究者们忽略了。欧洲股市在他们面对各种投资消息的处理手法上真的是相当不成熟。当然，现在这种情况已经发生了巨大的改变，虽然不是彻底改变，但毕竟是很大的进步。”

传统的基金经理人都倾向于把英国和欧洲股市看做完全不同类型的板块。“你让通晓多国语言的人才到欧洲大陆去，你会发现他们完全被比下去了，因为语言跟操盘没多少关系。你最好的员工都在英国、美国和日本，最后才是欧洲大陆。”当时的欧洲股市还不成熟并且竞争有限，这两个因素都使得欧洲大陆市场看上去前景广阔，虽然波顿说：“因为我不擅长语言，所以我是最不应该被放到欧洲股市去的，但是至少我懂一点投资方面的知识，所以我能够发现一些别人没发现的东西。”

与美国或英国同行相比，在英国受训的投资者们发现他们分析欧洲

---

① 现代《内线交易法》规定，基于未公开发布的消息进行的股票买卖行为属于违法行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票的难度更大，这不是毫无理由的。例如，两地的会计惯例不同；欧洲信息公开程度一直更低；并且在法国这类国家，经常需要解决复杂的交叉持股和所有制结构问题。如果你认为英国的基金收益数据不可靠，那么欧洲大陆国家报道的数据则更加糟糕。因此，波顿更倾向于依赖其他类型的估值比率，例如企业价值对现金流量比率，而不大喜欢使用常规的市盈率。[①] 他指出，大多数公司也就是用这种方法来衡量是否参加其他公司的收购竞标，这也可以成为投资者们的有力武器——特别是对于像波顿这类喜欢寻找潜在收购目标的投资者来说。

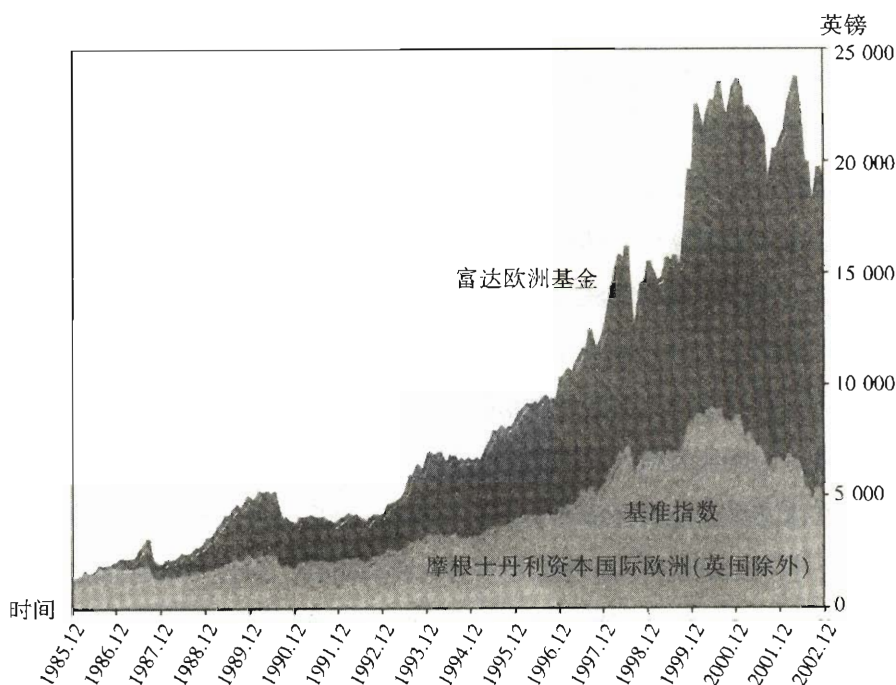


图 2-2　富达欧洲基金 1985~2002 年：在基金成立之初，1 000 英镑之投资成果

富达分析欧洲股票的方法是比较不同国家各板块的估值。“比如说，有些人评估食品零售商，比如 Sainsburys and Tesco 超市集团，总会将其

---

① 企业价值对现金流比率 = 总现金流量/（公司股票市值 + 净负债），简单地说就是经营利润与折旧费用之和。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



估值方法与欧洲大陆的家乐福（Carrefour）等超市集团比较。我相信，如果你研究一家意大利保险公司，你会先考虑那些真正懂得保险行业的人的观点，然后才考虑那些十分了解意大利的人的意见。你在英国和美国这类更加成熟的股票市场中学到的经验可以帮助你发现欧洲的异常股票和潜在机会。这也正是我试图做的事情。”有时候，趋势却往往相反。波顿购买英国能源公司（British Energy）的股票，不仅仅是因为其他投资者不愿意购买。英国能源公司是一家经营管理整个国家的核能站的私有公司，而“核能”一直被看做是股市上一个经典的臭名昭著的词语。波顿购买其股票更重要的理由是因为与之相似的欧洲公共设施的股票交易额要高好几倍，而且存在更少的“核能折扣”。

不论在哪里投资，波顿都会非常小心谨慎地不单凭宏观经济轻易决定是否继续持有某只股票。（同样地，他几乎不怎么去揣测市场时机。）例如，他曾经和我说过，从经济角度看，当时有大量的争论认为持有欧洲证券不怎么好。他料想欧洲对联邦制度的推进力实际上对于股票成长相当不利。但是早期的企业结构变动弥补了这点，它促使欧洲大陆的证券更加热门，也使得公司更加公开地对投资者披露更多的信息。波顿说，现在只有德国公司仍然采用传统的欧洲大陆观念，拒绝会见那些想去参观拜访它们的投资者们。但是即使如此，德国公司也已经在慢慢地朝好的方向改变。

波顿以总体上与他管理英国基金相同的原则管理欧洲投资组合，但多了些许对大型公司的偏爱。虽然他首要的投资重点还是在市值达到5 000万至5亿英镑的中小型企业上，但他的投资组合中也包括了大量的市场领头羊公司（大约占组合的25%）。他发现欧洲大陆存在比英国更少的有可能股价突然好转的企业，但是有更多的公司以资产价值的折价水平销售其股票。存在这种状况的原因之一是，英国公司有史以来并购接管的潜在性就比欧洲大多数国家更大。那些长期以资产价值的折价水平销售股票的公司都更容易成为英国市场上的并购竞标的对象。相反的，在欧洲大陆，银行等金融机构投资者一般是主要的大股东，相互竞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



争接管的情况也要少得多。波顿与竞争对手的最大区别就在于他坚决采用自下而上的投资方法。许多其他的欧洲基金都是在资产配置的基础上进行管理，特别是在法国和德国，但是波顿的基金无一不是投资于他所发现的存在最优价值的股票。

正因为如此，波顿基金的形态看上去和他的一般竞争者的基金非常不一样：例如20世纪90年代大部分时期，其他投资者都重仓持有斯堪的纳维亚国家的股票。他现在说，那种现象可能部分归因于欧洲北部的国家更愿意和投资者交流，并重视股东利益。而欧洲其他国家，如法国或意大利，在这方面做得却没有那么好。然而，这又再次证明了波顿投资方法的基本前提，即如果你的做法和其他人的毫无差别，那么你最终结果也只能和别人一样。事实上，如果波顿的投资组合中的持股方法和其他人一样，那简直是对他的整套投资理念的公开侮辱。外部基金分析师的分析结果也一次次地证明了，这种情况几乎从未出现过。①

然而，他确实还是会关注投资组合的整体平衡，以确保其不会过分依赖于任何单一主题或市场：例如，在他的欧洲基金中除了一些主要的市场（德国、法国、瑞士和荷兰）以外，没有对任何其他国家的持股超过整体的20%。这和他操作英国基金的手法相同，他的基金年度报告中频繁显示他在各个市场板块中的投资比重与整个市场的只有很少的那么一点相关性。他根本没有必要因为其他人都那么做，也只持有一个板块的股票来降低自己的成功机会，他宁愿转向其他板块的市值更吸引人的股票。然而，同样的，除了非常例外的情况下，他也很少不购买某个板块的股票——极个别情况除外，比如1999～2000年的大牛市高峰期间，他根本没有持有当时极其热门的TMT（科技、传媒与电讯）板块的任何股票。波顿管理其投资组合风险的主要方法是确信没有任何单次的投资行为可以把他的整只基金陷于险境：投资于任何股票的资本都很少超过整只基金的3%，或者任何板块的投资比重不会超过总体的30%。

---

① 温特弗拉德证券公司分析师针对富达特殊价值所做的一期分析报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



放眼英国以外的市场

虽然波顿在2001~2003年期间已经卸去了管理欧洲基金的职责，但他还保留着时常将资金投资于英国市场以外的习惯。英国特殊情况基金有一个宽裕条件，允许波顿把基金总资产的20%投放于英国以外，因此波顿经常利用这个机会。确实，虽然他最近只是很偶尔地达到将近20%的极限，但是20世纪80年代他有时候会把高达25%的比重投放于英国市场以外。特殊情况信托的早期投资报告中，经常会突然出现一些海外公司，之后又以同样快的速度消失。例如，1981年9月波顿的基金投资组合中超过5%属于挪威和澳大利亚，主要是石油和采矿业股票。5年后，大批意大利股票飞速地出现在他的投资组合中。另一方面，有报道称他正购买欧洲债券认购权证。90年代末，他又买入一些挪威石油公司的股票。近期，他又利用中国经济繁荣的机会进行了大量投资。

虽然波顿的投资方法不可避免地让投资界感觉不知所措，但他同时投资于不同领域的能力更加增加了他赢得利润方法的正确性。在投资咨询领域，那些精密的分析模式有赖于基金呈现的所谓“风格纯度”。波顿的投资基本原理很简单：“我经常投资于其他的国家。这正符合我的风格并且也很好地让基金持有人获得收益。我没有理由不继续这么做，特别是在我非常了解某个市场或行业时。”① 他强调，他买的海外股票基本上都是那种未被其他投资者充分研究或是他有自信具有竞争优势的股票。尽管他偶尔也会持有一些美国股票，但都不是非常有名的，而是一些名不见经传的小型公司。例如，卡的斯有限公司（Cadiz Inc.）。这家公司是一家在美国拥有水权的加利福尼亚公司，并在美国股票市场挂牌上市，但主要由英国投资者提供财务支持并由一名英国籍的首席执行

① 由于波顿的基金包括了英国以外的股票，所以很难把它与其他100%投资于英国的股权基金做客观的比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



官管理。同样地，当他持有澳大利亚交通运输行业 TNT 公司的股票时，该公司 80% 的经营活动都在欧洲。

波顿多年来游历欧洲考察许多公司，因此他拥有大量的欧洲市场的可利用资源。而且，自从他放弃富达欧洲基金管理权后，他在英国基金内增持了欧洲股票。这些股票继续为他的投资组合添砖加瓦。其间，他对中国市场的兴趣一部分来源于他寻求因价格便宜而具有潜在价值股票的直觉，更多的则是源于另一种感觉，即对于任何正在寻找新股票的投资者而言，中国是现在世界上最具前景的市场。在 2004 年秋天，他在中国内地和香港待了两个星期，参观了大约 40 家公司。其后很快，他去印度参观了一次。① 据他判断："我对中国产生兴趣，主要是基于三点原因：其一，中国是我最近到过的最振奋人心、蕴藏最多新股票的地方之一。其二，从投资的角度看，中国在影响世界其他国家的发展方面扮演着非常重要的角色。去中国考察它现在的具体发展情况有利于我获得强于其他竞争者的优势。其三，已经放弃了对欧洲基金的管理职责后，我意识到一个全新的领域本身就能够带来新的精神挑战，能够保持我对投资的昂扬斗志并使我时时保持警惕。"

富达有一个设于远东地区的本地研究团队。波顿一直运用他从关注欧洲市场发展的过程中学到的经验帮助这个研究团队找出在未来有巨大潜力的公司。波顿说，在中国投资面临的最大风险不在于能否找到诱人的买入机会，而在于中国本地企业股票监督系统并不那么确定（我能否拿回钱?）。这也是为什么波顿到目前为止在中国进行的几项投资均是主要针对那些已经建立了西方合伙人关系的公司的原因之一。中国股票在他的整体投资组合中依然只占不大的比例。令人惊讶的是，波顿说，他从来没有停止思考，他的海外持股究竟对他以往几年的业绩有没有实质性的贡献。下面的图表估量了许多年来他的非英国股持股的规模，并强调了海外持股在他的基金历史上扮演的重要角色。

---

① 富达在 2004 年 10 月发行了一只中国基金和一只印度基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



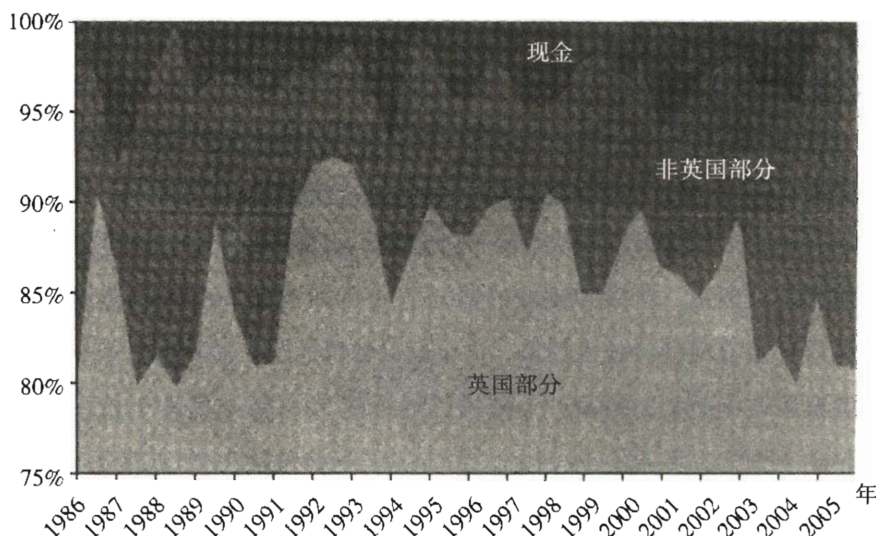


图 2－3　富达特殊情况基金的区域资产分配比率

投资想法的来源

波顿说他几乎不会仅凭一时冲动而做出投资决策，他需要慢慢酝酿直到完全确认该买入或卖出某只股票。你既需要了解作为一个好公司的构成要素，也要清楚某种类型的公司应该如何估值。接下来就是要寻找估值异常的股票、消化新信息并等待自己确认投资决定。“对股票的确认程度时而强烈时而微弱，很多时候，你会对所有事情都不确定。但一旦你已经强烈地深信自己的投资想法时，坚持到底就显得格外重要。”换句话说，当他发现他深信找到了一只可能会成功的股票时，他将对其投人大量的资金，那也意味着他的投资组合相比他的对手显得更集中。即便如此，除非突然有一大堆想要购买的股票摆在眼前，波顿一般是会分阶段地买入并通过首次购买“试水”。然后，如果市场行情正好支持了他的观点，他将随着确认程度增加而增持该股票。他很大方地承认，即使是在进行了大额投资后，他其实也不是总能确信自己的投资是否正确。“或许有些人会觉得像我这样的投资者一定是一直百分之百确信自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



己的决定，"他在2002年告诉一位采访者，"但是这个行业完全不是那么一回事。你长期都是处于怀疑自己的状态中。"[①]

不同于"买入并持有"的那些喜欢长期持有股票的投资者，波顿的原则一般是一旦股票的价格已充分反映其价值之后立刻将其卖出。也就是说，到了换其他股票的时候了。通常，他每次投资的时间期限是一至两年，虽然在一些极为例外的情况下（例如英国Securicor速递公司的股票）持有时间会长出很多。这也可以解释为什么波顿的投资组合内的股票周转流通量比较高：大概投资组合的70%每年周转1次，一只股票的平均持有周期是18个月。作为一名寻找价格异常股票，并从大量信息来源处获得投资意见的投资者来说，这种周转流通量是正常的。这种风格与伊恩·鲁什布鲁克（Ian Rushbrook）这类投资者截然不同。[②] 尽管如此，当我问波顿哪个投资者对他的影响最大时，他提及的第一个人是沃伦·巴菲特，即使他们的投资风格迥异。波顿说，虽然巴菲特不像他一样持有那么多种类的股票，也几乎从不频繁交易，但巴菲特偏爱的两种类型深深印在他脑海中：拥有强劲势头的特许经营权的公司和有能力产生自由现金流的企业。

波顿也提到，他采取了许多彼得·林奇的投资方法，以他的话说就是"亲自动手投资，会见投资目标公司，并深信如果你预期某种收益，你需先预期其股价。"最后，他还重复了尼斯·陶布的观点，即从某种意义上来说，成功的职业投资就是一种剽窃游戏：你从其他人的投资意见中寻找好的主意，并且在最终寻找到了的时候就疯狂地复制。与他购买的各式各样的股票一样，波顿也总是采用有点类似于"瑞典式自助

---

① 见2002年4月，英国Citywire基金经理人栏目。波顿在访谈中同时谈到："投资行为非常有意思，它需要你有时保持灵活应变并思想开放，有时始终坚持你认为价格异常和价值被低估的股票。"

② 伊恩·鲁什布鲁克是位于爱丁堡的个人资产投资信托公司（Personal Assets Investment Trust）的投资董事。该基金专门服务于私人投资者，以长期投资方法为特征。多年中，他只对其投资组合进行四到五次改变。其理念基础在于，只需要做出几个正确的决策就能获得成功，而不应去做大量错误的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



餐”的方法阐述他的投资模式的主要影响。例如，他既抱有作为一个逆向投资者的强烈欲望，又非常愿意观察股票走势图以研究其他投资者正在进行的买卖行为，这两者之间的关系有所抵触。虽然他认为自己是一名“价值投资者”，其他人也这么认为，但他也同时热切关注一些被他人看做是“成长型”的股票。①

运用技术分析

许多顶级的投资者们都不愿意承认他们会经常使用技术分析或股票走势图来支持他们的投资分析，但波顿却非常乐于承认这一点。从投资角度讲，制图员试图通过分析股票的以往业绩和采用大量各种类型的技术来预示股市未来的绩优股和垃圾股。技术分析的基本原理在于它有可能根据股票近期的价格和历史的信息推测出股价的走向。富达从约翰逊先生管理初期开始就认识到技术分析的重要性，所以富达所有的投资管理办公室，包括伦敦办公室，都设有专门的股价趋势图表室。这些房间的墙上都并列摆放着一排排的木板，上面贴着大量的打印版股价图，有些图几乎有玻璃窗那么大。

一般而言，制图员追求的是一些他们认为能够预示股票未来走向变化的普遍模式。许多投资者认为这种形势的投资分析简直是危险而且毫无道理的。即使它已有多年的历史并已被证明其生命力。美国作家兼投资顾问约翰·特雷恩（John Train）曾说出了大多数怀疑者的心声：“我认为制图这种东西根本没有什么实际意义，毫无用处。”30年前，吉姆·史莱特说了一句话，他发现制图员们通常“穿着脏兮兮的雨衣，总是消费透支”。他这句话轻轻松松赢得了他的观众们的笑声。照例要提

① 事实上，“成长型”与“价值型”的概念区别非常模糊：一家快速发展的公司也能够提供被过于低估的价值，虽然它没有符合常规的价值股票的标准，例如高于平均水平的股利收益率或者低于账面价值的低价格。波顿获得的一个最大成功就是他在诺基亚公司成为世界移动电话公司巨头很早之前就发现并持有了这只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出的一个问题是："你最近一次看见一个看上去因技术图而致富的人是在什么时候？"

然而，波顿却并不怀疑技术分析的重要性。[①] 他借助股价趋势图筛选出一些可能的投资想法，并利用它在早期预示他已持有股票公司可能出现的问题。他发现技术分析对于观察大型公司尤其管用，而随着基金规模的扩大，他也必须越来越关注大型公司。葛兰素史克公司（Glaxo Smithkline）就是一个很好的例子。葛兰素史克公司是一家世界制药巨型企业，其股票也是一只大型蓝筹股，但是波顿注意到，对于这么大的一家公司而言，它的股价波动幅度未免太大了。虽然投资行业的基本原则就是这样的，但它从非常热门到无人问津的转变速度太快了。观察葛兰素史克公司的股价趋势图总能让波顿第一时间觉察出其股票何时会进入股票周期的新阶段。这些年来，波顿尝试过使用大量的不同信息服务机构，而他如今主要依赖于富达自身的内部技术分析师和一家美国股票分析公司 QAS 提供的信息分析国际股票。这家美国公司的巨大优势在于它定期归类趋势图显示的每只领头羊股票达到了周期的哪个阶段。

有一天，当我在波顿的办公室时，波顿向我列举了两个关于他如何利用趋势图做投资决定的例子。一个是他已持有一段时间的法国电脑公司 Axime 的股票。相比其他国际性的电脑公司，Axime 的股票估值看上去很合理。他个人很喜欢这个板块，而这也是他通常一直希望大量买入的股票，但股价趋势图却显示，从技术角度看，该股票已进入了需求顶点的阶段，这使得他变得谨慎起来。第二个例子是法国电视一台 TF1。波顿持有 TF1 电视台的股票已经有多年了，不只是富达内部分析师已不看好它了，股价趋势图也显示股票的状况正在逐步恶化。所以波顿卖空了该股票。他解释道，股价趋势图确实拥有其价值的原因在于，它提供了买卖双方当前优势平衡状态的重要线索。这些都是投资者们留下的投资足迹。

---

① 其实史莱特现在也不怀疑了，他也说股价趋势图还是存在一定价值的，投资者可以通过它认识到买卖双方的平衡状态是如何形成并发展的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



应对挫折

尽管波顿拥有长期优秀的辉煌业绩纪录，他的职业生涯也并非那么一帆风顺（本书之后的章节将详细描述）。1990～1991 年经济衰退期间，他经历了职业生涯中最严重的一次挫折，他管理的基金突然间开始表现极其糟糕。在那之前，他的基金业绩一直惊人地优秀。特殊情况基金在发行 10 年后获得了高于 1 000% 的累计收益率，这是一个显然无法持续的高收益。该基金在 10 年内有 9 年获得了不错的收益；不仅如此，这 9 年内都产生了高于 23% 的年收益率。即使在行情飙升的大牛市，这也是很了不起的成绩。（尤其是因为这 10 年包括了股市大崩盘的 1987 年，华尔街股市在短短几天内下跌了 1/4。）具有讽刺意味的是，基金不以年底为会计年度结算日期，因此基金资产价值变化非常不稳定，所以波顿向股票持有者做业绩报告时总会备受责备，经常被要求解释短期的相对不利的投资结果。事出偶然，有一次基金报告日期正好赶上 1987 年 10 月所谓的“黑色星期一”的前几天。报告中有这么一句话：“虽然估价水平很高，并且一些热门股票表现十分糟糕、令人担忧，但此刻我们仍然相信大牛市还未结束。”从某种意义讲，这个论点是正确的：市场的确从 1987 年 10 月的股市大崩盘后经历了强劲复苏，而且之后两年仍然受牛市影响。只是这份报告似乎可以选择更好的时机发布。①

然而，20 世纪 90 年代初期，英国经济和金融市场都经历了一次经济衰退的严重打击。1990 年，波顿的特殊情况基金在一年内损失了 28.8% 的价值，这是一个非常沉重的打击。1991 年，收益好转，但也只是上升了 3%。他本来预计许多持股都能从经济低迷期中恢复元气，但事实恰恰相反，这些持股彻底失败了。竞争高度激烈的基金管理行业

---

① 这句话强调了提前做市场计划存在的风险，波顿在任何可能的情况下都会避免这种做法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也是极其苛刻的，伦敦传出了许多闲言闲语，说波顿已经黔驴技穷了。在那之前人们已经把他誉为其领域业绩表现最优秀的基金经理人。有史以来第一次，基金的5年收益落后于金融时报全股指数。富达在其1991年10月的业绩报告中提到："过去的6个月对于这只信托基金的投资者们来说，是一个持续的悲观时期。而我们欠他们一个详细解释：事情为什么会变成这样，问题到底出在哪里？在上一期报告中，我们写到我们相信英国市场正迎来一个强劲上升的股市趋势，或者说是'牛市'，并且它已经在经济衰退期和股市恢复明朗化之前就开始了。我们太早地预测并确认了投资组合中占主体地位的公司的股市投资环境。"有一个股票持有人对基金价值的下降感到如此不满，以至于他给波顿写了封信，说波顿的业绩表现太逊了，实在应该去外面"扫大街"去。这个评论已被画成漫画，至今还挂在波顿办公室墙上。

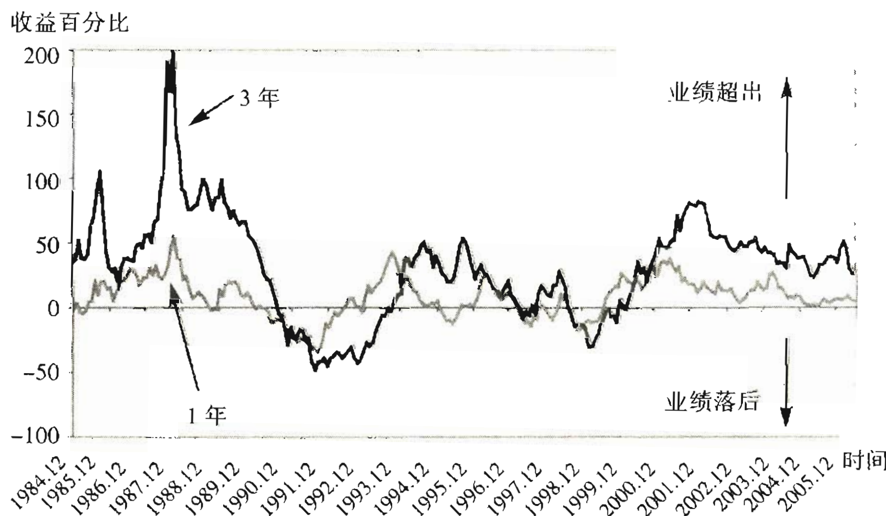


图2-4 连续1年和3年收益的差异：富达特殊情况基金 VS. 金融时报全股指数[①]

波顿是他自己最尖刻的批评者，他之后承认那段时期是他最艰难的时期。事后想起来，1990~1991年的股市低迷期称得上是对波顿的最

① 特殊情况基金经历了一个轰轰烈烈的开始后，于1990~1992年和1997~1998年落后于市场。总之，大部分时期业绩卓越，也有稍逊色之时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大考验，他从连续18个月的股市低迷中走出来，直到恢复其长期的超高收益。他1998年的时候曾告诉我：“90年代是我运气非常糟糕的一段时期，我在那段时间做了大量的自我反省工作。如果赶上了一场严重的经济衰退期，那对于我这种投资模式来说将是极其严重的打击。那个时候我面临这样一个问题：我应不应该因此而改变自己的投资方法？谢天谢地，幸好我没有那么做，因为那种改变将会是致命的。如果你开始投资事业时采用的就是一种连自己都没有十足把握的投资方法，那你就已经完全紊乱了。”自那以后，他和他富达的同事们进行了大量的努力，跟踪信贷分析员用于识别潜在的企业失败危机的“Z值预测法”（Z scores）和其他途径。① 有些人认为，那段时期暗示波顿疏忽了该做的工作。波顿否认了这一说法，但是也承认他的确在那时积累了丰富的经验。

他辩解说，从那时以后，他和他基金的投资者们都应该学会忍受他管理基金的高于平均水平的波动幅度。“在经济衰退时期，我投资的中型规模的公司股票一般会比那些大型公司的下跌幅度更大。这也是我为了获得高收益而必须付出的代价，对此我也无能为力。”他还告诉我，他现在的看法是，“如果我对一家财务状况不良的公司非常熟悉的话，我不会介意购买其高风险的股票。但是有些公司的财务不良状况实在太过于严重，远远超过了我们的想象，从而使我们蒙受损失。我们不想再重蹈覆辙了，因此我们现在会做大量的资产负债表研究工作。”令人觉得讽刺的是，波顿现在认为，1990~1991年经济衰退期间他的股票业绩表现如此之差的另一个原因或许在于富达与持有股票目标公司保持密切联系的政策。这次经济衰退与以往衰退的不同之处在于，即使是那些经历过最多经济变动次数的公司也被这次空前的经济低迷吓倒了。例如，当时根本没有大量的股票销售行为，如果公司充分觉察了即将来临

---

① Z值预测法是一种多变量的分析方法，分析一个公司的财务健康状况，并被证明能够对一家公司近期破产的可能性进行有效的诊断与预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的经济打击，那么人们一般都认为董事们会抛售股票。

但是，当波顿毫不掩饰自己的基金高于平均水平的波动幅度时，他给出了一个结论："我的投资方法可以提供中期或长期的收益。为什么人们要因为偶尔的艰难时期而把事情搞砸呢?"① 他说，无论如何，优秀的投资经理们都不应对失败过于敏感。遭遇失败是这个行业工作的一部分。"你必须乐于接纳其他大多数人的不同观点。大多数人会感到更加自信——假如有 5 个人告诉他们，他们是正确的话。我不是一个非常情绪化的人，并且我认为那是管理资金的唯一途径。你对待股票必须十分冷静，不能过于情绪化，而且你必须做到敢于承认自己曾经犯过的错误。在这个行业，遭遇挫折是很平常的事情。这个行业在不断地变化，持续地充满挑战。你必须与时俱进、适时调整，并且不能沉醉于去年或几年前的成绩。同样重要的是，你需要得到一个愿意从容应对不幸时期的老板的支持。"②

牛市以及牛市之后的日子

结果，20 世纪 90 年代成为了波顿事业成功的 10 年，但不是最杰出的 10 年。这或许和他至今管理两大基金的事实有关——欧洲基金和英国基金。但有些时候，波顿的英国基金以 3 年和 5 年业绩来衡量，他未能以丰厚的利润战胜基准。确实，特殊情况基金的投资者们仍然有理由开心，因为他们总是能得到绝对的高收益。从 1990 年 1 月开始投资于基金的投资者都获得了平均 106% 的 5 年收益率，而金融时报全股指数只达到了 65%。然而，股市的趋势并不总是青睐于波顿的投资方法。他的相对绩效，至少在英国，被压抑了一段时期，特别是在股民的乐观情绪达到前所未有的新高点而大牛市又快结束的时候。

---

① 1997 年 1 月，接受彭博资讯的专访时波顿所说。
② 引自 1991 年 10 月号的《金融顾问》（*Financial Adviser*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1998 年，波顿在《法人投资机构》（*Institutional Investor*）杂志的访谈中告诉我，他无法记起在他的职业生涯中有哪一次，他所偏爱的中小型公司股票如此被投资者躲避，或是如此被低估，对于喜好逢低买进的投资者来说那是大好机会。他是对的，但市场一直以来就是追求热门风潮的虔诚信徒，并立即被互联网股票的狂热迷惑了，将近 18 个月投资者们故意忽视波顿。波顿的投资信托是市场眼中的波顿基金声望的晴雨表，而该信托折价幅度扩大至前所未有的 25% 时，为机智的投资者们创造了一个罕有的机会（至今未再出现），可以低价买进他的基金。投资信托组合中的股票与特殊情况单位信托中的股票种类几乎完全一致，在 2001 年开始溢价销售并且自那以后几乎从未再折价。在 2003 年末之前的 5 年内，该单位信托获得了 120% 的收益率，投资信托获得了 168%。那个时期，市场在熊市中畏缩了，损失了 5% 的价值。

事实上，波顿的基金在大牛市末期的业绩显露了他投资才能的另一面。他一路战胜市场的业绩为他赢来了名誉，但自从股市在 2000 年 3 月攻顶之后，他的表现更值得赞扬，这更加提高了他的知名度。我们都知道，股民们经历了互联网泡沫的阵痛和与之相连的 TMT 股（电讯、传媒与科技）的燥热之后，又遭遇了最严峻的熊市。根据金融时报全股指数的测量，英国股市从 2000 年 3 月的高峰期到 2003 年 3 月的最低点下跌了将近 50%。大部分的积极管理型的股权基金也遭受重挫。

许多其管理的基金在牛市的最后阶段飙升的经理人，事后都被证明只是纸老虎。大量的积极管理型基金给它们的投资者造成了 70% 甚至更高的损失。按理说，波顿的基金会比股市遭受的打击更沉重，毕竟按常规分类，他的基金的风险高于平均水平。然而，富达特殊情况基金虽然没能抵抗住市场下滑的影响，却也没有遭受那么严重的损失，有下面图表的数据可以证明。实际上，波顿的基金是少数几只在 2000 年 3 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



至2003年3月这段期间获得正收益的基金之一。[①] 当2003年春牛市重新开始时，波顿的基金也重新开始获得超高收益，再一次战胜市场，而不是像之前的一路落后。

表2－1

	波顿	市场	差异
20世纪90年代中期牛市 1993.3～1996.3	73.2%	48.5%	24.7%
牛市末期 1996.3～1999.3	40.3%	71.2%	－30.9%
牛市最后一年 1999.3～2000.3	29.3%	9.9%	19.4%
熊市 2000.3～2003.3	3.8%	－39.3%	43.1%
复苏时期 2003.3～2006.8	144.8%	93.8%	51.0%

波顿说，他的业绩能保持如此优秀是有许多原因的。其中一个原因可以追溯到市场达到高峰点的前几个月，那时市场三个板块（电信、传媒和科技）的股票都不加区别地与新兴的互联网市场松散联结在一起，那时这三个板块的股票过热以至于其市值高得完全与现实脱节。有一段时间，这三个板块占据了整个英国股市总价值的40%。然而，波顿却没有持有任何该板块的股票，他拒绝摒弃他的价值投资原则，所以悄悄地买入了大量的股价未受股市泡沫影响的其他板块的股票，并且这些股票的交易比率在股市历史上都算得上是低得很荒谬。

波顿的投资方法使得他在那时暂时落后于市场，但却确保了股市泡沫破灭后的业绩强劲复苏。富达特殊价值的董事长亚力克斯·哈蒙德·

① 金融时报全股指数将近50%的下跌与表中所显示的39.3%的总收益损失率的差距是以计算股利得来的。这本书中，富达特殊情况基金（不支付股利）和金融时报全股指数（许多成分股都支付股利）之间的所有比较都被调整为以股利为基准，以确保同比比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



钱伯斯认为那是波顿表现最杰出的时期。“在那时，你的投资组合中如果将近一半的股票都是属于 TMT 板块的话，那一点也不稀奇。但是如果你想作为一个与众不同的投资者，并且你本性不愿冒险，那你必须采取自己相信是正确的行动，而且绝对不能被股市大众左右。大多数的基金经理都是“旅鼠型”[①] 的投资者，而安东尼绝对是相反的类型。”波顿尤其不会落入那种思维陷阱，由于最受欢迎的板块中的一只股票的市盈率只是市场巨头的一半，因此就认为它的价格很便宜。事实是，即使是 TMT 板块最“便宜”的股票的价值也完全被总体高估了。

波顿的英国基金业绩自从牛市结束后一直如此之好的第二个原因在于，投资者们在经济繁荣时期都在追逐不可能的科技推动股价成长的奇迹，价值投资的模式越来越被忽视，但最近又重获大众欢迎。几乎是一夜之间，那些支付股利和享有高股利收益率的股票要么突然以低倍额的收益交易，要么以账面价值交易，而典型的价值标准开始受到宠信。作为价值思维的投资者，波顿总是倾向于在这种氛围中获得相对更优秀的业绩。同时，自从 2000 年后，大部分的中小型公司股票整体表现超过了更大型的股票。这也帮助了波顿提升其业绩表现，因为 1999 年波顿投资组合中非同寻常的大量股票标的公司都被并购接管。

即使如此，波顿在熊市以如此显著的优势战胜市场和同类基金这个事实强调了他的成功绝不只是牛市现象。虽然，他坚持说他主要是一名选股者，而不是揣测时机的人，但他自那以后也显示了对市场的敏锐嗅觉。在 2003 年春天，令那些密切关注他的、之前几乎从未听他对市场行情下过绝对评论的人大吃一惊的是，他准确地指出了熊市结束的底部位置，几乎就是在当天。这不是我在说胡话。在那几周前，他已向富达特殊价值投资信托的董事会提出建议，说那将是一个可以考虑增加投入

---

① 旅鼠，一种繁殖力超强的动物，呈周期性的数量变动。随着数量增加，旅鼠之间出现更多的压力，变得更有攻击性。在群体密度过大时，旅鼠的反应不是牺牲自己，而是更倾向于攻击其他旅鼠，乃至出现自相残杀。旅鼠的群体自杀行为在投资领域常用来比喻投资者的盲目随波逐流，即无意识地模仿同类的行为倾向，无论这样的模仿是否合理。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的好时机。[1] 三年后的2006年春天，波顿警示公众，说他感觉牛市已经差不多走到头了。那时，波顿采取与之前相反的手法，建议董事会取消所有投资并卖出看跌期权以保护基金价格免受可能发生的股价普遍下跌的影响。这又一次被证明是及时且有利的行动。

万众瞩目的焦点：ITV 独立电视台事件

波顿总是很注意建立和维持与金融顾问和媒体的良好关系，因为他认识到，在英国，这两个外部群体对基金流量有着最大的影响。虽然他会定期地回应那些让他参加访谈和做演讲的要求，但他并不是一个爱出风头的人。虽然他很乐于谈论市场以及他目前的想法，但他不会像某些职业投资者一样去讲他的竞争对手的闲话，或者利用媒体吹捧他的基金持有的股票。那不是他的风格，他的个性也容不得那种做法。当他和局外人谈话时，他倾向于小心谨慎，有时会比较坦白地评论某些公司及其经理人，但是会点到为止。

因此，那些非常了解波顿的人会有点儿惊讶地发现，2003 年夏天他的名字在媒体的经济新闻中随处可见。他被看做是驱逐当时两家最大的现存独立电视台——卡尔顿和格拉纳达高层的“密谋”领导者。根据《星期日泰晤士报》（*Sunday Times*）的经济版头版的一则报道说，“伦敦金融城最受尊敬的基金经理”正在寻找电视行业的卡尔顿和格拉纳达两家公司合并后取代迈克尔·格林（Michael Green）和查尔斯·艾伦（Charles Allen）的候选人。前者是卡尔顿的主席，后者是格拉纳达的主席。两家公司宣布它们在几周前就已经决定合并。该报纸还引用了一名匿名伦敦分析师形容波顿的话——“伦敦金融城的沉默杀手”。

这句话成了这篇报道醒目的标题。实际上，波顿在那个阶段仅仅是

---

① 波顿在一次由木星资产管理公司（Jupiter Asset Management）为金融顾问组办的研讨会（作者也在场）上的评论。不清楚他事先是否意识到媒体将报道他的预言。我怀疑他没有意识到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一名股东而已。他最晚是在 2001 年投资于卡尔顿和格拉纳达公司。波顿现在这样回忆这件事情：“我并没有提出两家公司应该合并的建议，但当合并被宣扬为存在可能性时，我当然是绝对赞成的。当时的独立电视台架构存在许多明显的无效率，而且我认为只要合并后的构架方式正确，合并将带来巨大的利益。”在几周内，他和媒体行业的许多人交换了观点，讨论如果两家公司成功合并后，最应该由谁管理独立电视台。他说，他在那个时期并没有与两家公司的其他任何相关股东谈论过合并这件事。他后来发现，被报纸称为是“波顿密谋策划”的事情是媒体行业一名高管提供给《星期日泰晤士报》的，具体原因他至今也还不清楚。

那个时期，合并的最大阻碍在于，与之相关的英国竞争委员会是否允许两家最大的独立电视台公司合并经营。波顿回忆说，当他把自己的顾虑告诉那两家公司以及他们的顾问时，他们坚持认为，当竞争委员会仍在讨论是否通过合并申请时，他们却在讨论合并后的新公司应有的架构，这有点儿自寻烦恼。他们告诉波顿，那样甚至会危及到最后是否能确定合并。这样的言论出现后，波顿立即选择公开保持沉默，等待竞争委员会得出最终意见，其实他还是继续私下和他人探讨意见。他之后对自己那会儿的态度感到非常后悔。在《星期日泰晤士报》发布那份报道后，富达谨慎地发布新闻稿，解释富达在各方面都支持合并建议，但之前并没有发表任何详细的对于其管理问题的评论（至少富达是这么认为）。[1]

直到 2003 年秋天，竞争委员会最终同意两家公司合并，因此波顿和他的同事决定给两家公司施压：如果合并进行顺利，将由谁管理新公司。两家公司的提议是，应由各自的高级执行官分担新公司的高层工作，由卡尔顿的主席迈克尔·格林担任新公司的董事长，格拉纳达的查

---

① 《星期日泰晤士报》经济版当时的编辑威廉·路易斯（William Lewis）反驳道，富达这份声明绝对不可以被看做是富达对其寻求管理变动的否认。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



尔斯·艾伦担任首席执行官。波顿说，当时如果要对提议的管理层做任何变动的话，必须在新公司上市完成之前达成共识。因此，时间相当紧迫。时间紧急的需求加之一些相关人员的个人力量，都使得严肃开局但还未最终确定的管理层变动成了一个足以成为头版头条的新闻，两家公司最终将如何决一雌雄，而他们的主要机构股东都被媒体密切关注。

虽然波顿是富达内部第一个表示对合并后新公司管理层担忧的人，但他绝不是唯一与之相关的人。富达其他一些基金经理同样持有这两家公司的大量股票，因此这件事情很快成为了需要富达高级管理层处理的问题。当富达去找那两家公司的非执行董事们讨论时，是波顿和首席投资官西蒙·弗雷泽以及最近上任的负责企业管理的董事——特雷劳尼·威廉斯（Trelawny Williams）一起去的。据弗雷泽回忆，事实上在他们三个一起出席的那次会议上，波顿没有发表任何言论，似乎与他才是这一股东策划行动的唯一驱动力这一说法有点儿不符。

战争激化

毫无争论的是，独立电视台公司的非执行董事们在与富达的会议中表达了他们的疑惑，即不清楚是否其他股东的保留态度和富达是一致的。波顿说，他和他的同事们也是从那一刻起才开始与其他大机构股东谈论他们的看法的。富达与另外几家机构股东接触后，发现他们几乎全部赞成波顿的观点，不希望格林和艾伦两人分拆新公司的高层工作。大家都知道，这两个人互相不喜欢对方，并且性格和行为方式也截然不同。显而易见，提议的董事会结构看上去更像是政治妥协，而非为了合并后新公司的利益最大化。波顿和他的富达同事都认为有必要以一位能够对合并双方保持中立态度的独立的非执行董事取而代之。这个观点被直接地与其非执行董事召开的会议中，以及间接地通过两家公司的银行和经纪顾问反馈给两家公司。

有好一阵子，全国性报纸的经济版发现好戏正在上演后，以显著的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



主要版面跟踪报道 ITV 电视台事件。令波顿勃然大怒的是，这些报纸继续以一种高度个人化的角度报道这一事件，声称波顿在利用主要大股东的身份对两家电视台公司的高级管理层公报私仇。一旦被冠上"沉默杀手"的绰号，就很难洗清了。这非常不公平，尽管其他股东都毫无疑问地乐于让富达接住这个烫手的山芋。显然，在富达内部，如何处理这一突如其来的公众事件成为了让人挠头的难题。当众兴风作浪绝对不是富达的风格，虽然回顾起来，当时很难看出围绕独立电视台事件的公众关注度能帮助提升公司的知名度。波顿始终很小心谨慎地说，他在试图阻止两家公司的过程中没有掺杂任何个人的立场。如果是艾伦，而非格林被建议担任董事长，他还是会坚持应任命一位来自公司之外的独立董事。

到了最后摊牌的时候，独立电视台公司的态度终于缓和下来。一旦董事会面临如此多的包括最大股东的反对意见，妥协似乎就是必然了。格拉纳达公司的董事会首先让步，认为最初的计划已无法继续。他们的决定被卡尔顿公司看做是一种背叛行为，但最后也还是不情愿地接受了。卡尔顿的主席迈克尔·格林离开了，剩下格拉纳达公司的查尔斯·艾伦担任合并后新公司的首席执行官。一段时间后，苏格兰银行的前主管，以性格坚毅著称的彼得·伯特（Peter Burt）接任 ITV 独立电视台董事长一职，并适时地任命艾伦为首席执行官。波顿在这次任命之前曾声称另外一个人可能成为董事长，但他仍声明他对于这次任命很满意，并将继续持有这家新 ITV 电视台的股票。然而，该电视台之后的表现却是令人失望的，暗示了波顿最初施压这两家公司改变计划的行为非常合理。

事后想来，如果当时各方都采取更加谨慎的处理方法，那这件 ITV 电视台事件是否就可以避免了呢？考虑到公司方的高风险，这不大可能。波顿一直认为如果当时事情是悄悄进行的，其效果就会最好不过。他说，许多企业管理事件是从未公开过的。ITV 电视台事件十分有趣，主要是因为它指出了机构股东作为一个整体开始对上市公司的行动产生越来越大的影响，它们被指责为什么没有早点这么做。在 2004 年接受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《投资者关系月刊》专访时，波顿说富达一年内一般会参与大约 50 个企业的类似管理个案，而其中只有一小部分有可能被媒体报道。他说，虽然决定企业事业应该如何运营管理仍然是公司董事会的工作，但富达希望公司能就重大的战略性决策向其咨询，例如 M&A（公司合并与收购）提案，还有业务处理之类的可能令公司股票价格回弹的决策。[1]

令人觉得讽刺的是，不管是谁泄漏了最初的计划，如果他的原意是想破坏波顿的计划，都可能恰恰产生了相反的效果：一旦被公司挑战需要证明他的观点是正确的，富达别无选择，只能联合其他主要股东坚持公司变动。在此过程中，虽然波顿对媒体的大篇幅追踪报道感到很不舒服，并对“沉默杀手”的绰号感到气恼，但这一小插曲恰好强调了波顿在伦敦金融城的影响。他的同事西蒙·弗雷泽说：“因为波顿举止文雅，所以那些不了解他的人很容易低估他的性格力量。其实 ITV 独立电视台的非执行董事们最初并未认识到，他对提议的合并后新公司管理层的保留态度有多严肃。”然而，当到了最终摊牌的时候，波顿准备把他辛苦赢来的声誉压在这件事情上的事实，明显是说服富达对此事施加压力的决定性因素，因此两家公司的董事会放弃了原来的主张。这个结果再次显示了这个 1979 年有点害羞却富有思想的 29 岁新员工、现今的选股能手，在加入富达之后的成长与辉煌。

谁将取代波顿

关于波顿何时会觉得工作已经足够了并移交其余的基金管理职责这一揣测，已经成为多年来职业投资领域长久谈论的话题。考虑到基金的规模以及它不仅局限于富达，同时也影响那些以建议客户投资于何处为生的人的重要商业意义，这一揣测并不令人吃惊。英国大多数的基金以支付佣金为基础进行销售，也就是说，金融顾问以及其他职业中介商向

① 附录有访谈完整版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



客户推荐某只基金后，该基金供应者向他们支付佣金作为报酬。例如，富达特殊情况基金支付的佣金大约占客户首次投资价值的3%。此外，虽然人们并不那么了解，金融顾问和其他中介商推荐的客户仍然保留投资于该基金的每一年度，他们都可以得到年度"更新佣金"，有时也称"跟踪佣金"，一般占基金现有价值的0.5%。

因此，据粗略估计，富达特殊情况基金处于高峰期时，资产超过60亿英镑，一年内为这些顾问和其他中介商带来了高达3 000万英镑的收益，这些钱是为了奖励他们引导客户投资该基金的远见。虽然本书不是为了分析这种佣金系统的是与非，但这真的是非常大笔的资金。（而且使那些受益于这一事实的人更加开心：顾问们不用付出额外的努力，却能获得每年不断增长的跟踪佣金。）因此，谁将取代波顿成为其英国基金的投资经理这一问题一直受到人们高度关注。在富达内部，面临着这样一个挑战：需要寻找一个接替者，他能够继续波顿的脚步，不损害投资者的利益以及富达的自身事业。波顿一直成功管理基金，为投资者带来利益，他的特殊情况基金是富达的单项最大收入来源。换句话说，围绕这个继任问题产生的财务风险非常高。

显而易见，波顿在与其管理层同事就最佳接任方法的内部讨论中，担任绝对的主导角色。富达最终讨论出的解决方式不是将整只特殊情况基金移交给某个继任者，而是提议将基金分拆为两只，从2006年9月开始生效，并在15个月的期间内逐步将其移交至两名新经理人。在英国，之前从未出现过分拆基金的事件。一半的资产仍保留于英国特殊情况基金，由波顿继续管理直至2007年12月完成最终移交，而剩下的资产被立即转移至一只新创立的全球特殊情况基金。这只新基金将以波顿成功操作英国基金的方式，在全球范围内运行。在大众对新基金接任人揣测了几个月后，富达最终宣布这个人将是至今还不十分出名的芬兰籍员工约玛·科恩。他将协助波顿一起于2006年9月建立新基金并于2007年1月完成全部接任过程。富达这一宣布必然地引起了全英国经济出版界铺天盖地的报道，证实了富达特殊情况基金经理在基金行业享

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有的非同寻常的地位。

我们对科恩先生感到些许同情，毕竟他的前任是一位如此成功、被媒体闪光灯包围的经理人。波顿自己解释道，对他而言，这次过渡是件令人矛盾的事情。他向持怀疑态度的观众亲自推销这次新安排的方式证明了他对富达以及其基金投资者的责任感和忠诚度。他曾公开赞美他选择的这位继任者的优秀品质并真诚地讲述他们的投资方法之间的相似性。如果他私下不担心这次移交可能对其基金产生的影响，那就显得他太过冷漠无情了。在2006年夏天进行的一次报刊访问中（那时基金即将分拆），波顿承认有点担忧他最后一年管理余留的英国部分特殊情况基金的业绩。因为近几年市场的不利因素正好对价值投资很有利，价值投资模式正可以异常快速地发展，而波顿偏爱的股市中型股板块也正轻松地胜过其他板块的股票，但他突然想到，如果这种趋势在他最后12个月的管理期间调转方向，则存在损害他基金业绩的风险。

时间将证明波顿这种担忧有没有必要。最终，2006年9月分拆基金的提议通过了基金持有者的审核，超过95%的持有者投赞成票。虽然富达事先准备了一套应对可能引起的赎回风潮的应急方案，但波顿的大部分投资者们明显会按照波顿要求他们做的，给予他挑选的两位继任者中的第一位——约玛·科恩一次机会，看他怎样处理新全球特殊情况基金的投资授权。进入波顿管理的最后一年，英国基金拥有伦敦股市前100家上市公司股票的比例仍比其历史上的任何一次都大。分拆后，英国基金的规模缩减至30亿英镑，因此尼尔·伍德福特（Neil Woodford）管理的英国景顺基金（Invesco Perpetual）取而代之成为英国规模最大的股权基金。尼尔·伍德福特是另外一位彻底的价值投资者，行内许多人认为他最有可能继波顿成为英国的基金经理第一人。然而，报界连续几周铺天盖地的报道中最引人注目的是，几乎没有关于波顿的投资方法正确与否的新说法。市场会继续前进，但成为一名成功的基金经理人所需的素质却几乎不会有所改变，即自律、勤奋、情绪稳定且冷静，并对价值有着难以形容的敏感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章

安东尼·波顿的业绩表现

乔纳森·戴维斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金业绩分析及其背景

本章分为两部分：（1）详细研究安东尼·波顿在富达27年职业生涯中管理的富达特殊情况基金以及其他基金的业绩表现；（2）评估波顿的成就以及他作为职业投资者获得卓越历史业绩的原因。偏向于阅读其基金业绩分析的读者可以放心地跳过接下来几个小节，而从96页开始阅读。附录中可以找到关于波顿基金业绩的更加详细的数据资料。本部分分析基金业绩和风险特征的主要目的不是为了发掘为什么他的业绩表现优于同行，这并不存在什么争议，而是为了在一个恰当的背景下衡量和分析他所获得成就的规模。

对一名基金经理业绩表现的任何分析都必须在股市的全面动态和基金管理行业的大背景下进行。基金的业绩表现是一个存在争议的话题，会引发许多意见相左的观点。一方面，有些人说基金管理没有或者只有很小的附加价值。另一方面，另一些人争论基金管理是世界上要求最苛刻、最艰难的工作，投资者们有充分合理的理由需要向最优秀的基金管理从业者为他们“提供的服务”支付费用。在过去30年中，随着所有共有基金第一次公开发布详细业绩记录，投资者们对大量的关于积极管理型基金中，长期业绩不理想的数据越来越习惯。虽然许多第一次进行投资的人对这些数据感到失望，但充分的理论和职业研究都证明了它们不容置疑。

这些令人不愉快的数据证据包括如下几种：

1. 大部分积极管理型基金整体上都不能长期优于股票市场。一旦时间超过了5年，大部分这类基金，一般60%或更大的比例，将落后于同比主要市场指数，例如金融时报全股指数。（一种市场基准，最常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



被用于衡量英国股权基金业绩表现，包括富达特殊情况基金。）

2. 这一令人失望的表现背后的一个重要原因在于成本的影响（基金供应者收取的管理费用和试图打败市场的过程中产生的交易成本）。许多情况下，这些成本倾向于超过基金经理人可能通过更高超的选股手法获得的短期优势。

3. 事实上，理论研究也表明，即使不考虑各种成本因素，职业基金经理也很难持续打败市场。这是因为股票市场已高度发达并竞争激烈，无论是才华多么出众且消息灵通的个人都无法确保自己的投资决策可以持续优于市场上的大部分参与者。

4. 在更短的期限内，一只基金的业绩很大程度上可归因于基金经理的投资模式或基金经理愿意承担风险的程度。一只基金的投资模式中最重要的因素是其投资的公司规模（小型、中型或大型股）以及该基金倾向于采用价值型或成长型投资方法。经理人的投资模式趋势会随着时间的流逝而趋于一致，但基金在短期内采用当前流行的投资模式可能会产生某种假象，使投资者认为该基金经理投资技巧高超。

5. 由于股市投资是一场艰苦的竞赛，即使一只基金确实成功取得了强势的历史成绩，其超过市场水平的差额也经常低得令人吃惊。如果一名基金经理可以持续以去除成本后每年 1% 的比例战胜市场，那他已是一名非常卓越的基金经理。即使像沃伦·巴菲特和彼得·林奇这类股市传奇人物也只是在长期内以每年几个百分点的水平战胜市场。

考虑到市场现有的低成本指数基金作为可靠的替代品，想要寻找到一只在几年内可以产生除去成本后持续高于市场收益的积极管理型基金不是件容易的事情。时间因素很关键，因为单位信托和开放式投资股票的成本结构使得购买行为显得不够明智，除非你决定至少对其持有 3～5 年。还可以得出一个结论，就是那些已经持续证明其能力的基金经理很可能受到普通投资大众的高度重视。虽然不可能证明一名过去成功打败指数的基金经理也一定能在未来成功，但许多投资者不论其行为是否正确，都怀着信任进行投资。部分出于这个原因，股市监管部门要求所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有基金销售时都必须警告投资者其过去的业绩表现不一定能代表未来的业绩。

表 3－1 英国所有公司板块：平均基金业绩 VS. 金融时报全股指数

不同连续期间内的收益百分比差异

负数表明平均股权基金的收益低于一般市场水平

	1 年（%）	3 年（%）	5 年（%）	7 年（%）	10 年（%）
平均值差异	－0.39	－1.10	－2.41	－5.98	－25.69
中间值差异	－0.50	－0.43	－2.72	－9.51	－22.63
标准偏差	3.16	8.00	14.04	19.53	20.27
最大差异	8.88	26.57	57.84	52.48	5.47
最小差异	－9.22	－22.77	－35.36	－38.52	－79.37
期间数	307	283	259	235	199
正收益期间数	125	129	87	70	4
正收益期间百分比	40.7	45.6	33.6	29.8	2.0

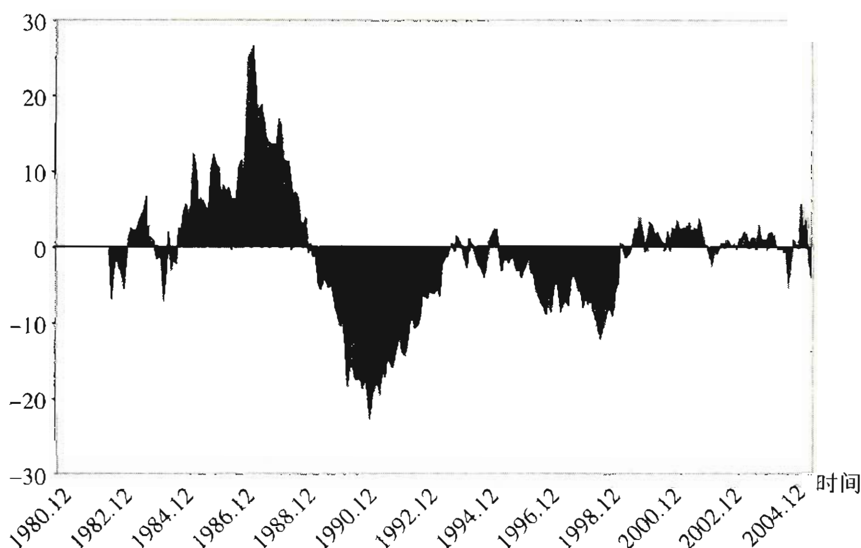


图 3－1 积极型和被动型管理：VS. 平均股权基金金融时报全股指数（3 年连续收益的差别）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



富达特殊情况基金

在此背景下，安东尼·波顿管理的特殊情况基金的业绩显得格外优秀。他的基金在直至2005年之前的26年内，获得了每年20.4%的年复合收益率，同期每天超过基准金融时报全股指数6.6%。这个纪录优于同期所有同比零售单位信托或开放式投资。下面的图表总结了波顿特殊情况基金与金融时报全股指数的每年业绩数据，同时还包括英国所有公司板块中的同类普通基金的数据比较，以及同期的通货膨胀率数据。本章的分析也参考了1979～2006年期间该基金和同期比较对象的月业绩。

我们可以用一种最简单的方法诠释波顿管理基金的成功：如果某人在1979年基金发行时投资1 000英镑并保留持有其投资，那么现在他将拥有超过125 000英镑的价值。[①] 换句话说，某人在基金发行当天投资7 500英镑，则现在仅凭那一次投资也已经是百万富翁。比较而言，对金融时报全股指数的投资，算上所有股利进行再投资，1 000英镑的投入在2005年只能达到28 980英镑，2006年6月30日达到30 750英镑。就整个股市而言，如果你要在2006年获得100万英镑的回报，你就要在1979年投入32 520英镑。因此，在过去27年中，波顿获取了高于英国整个股市4倍的资产。这是两个独立因素的影响结果：首先是他作为基金经理人的出众表现；第二个（但也同等重要）因素在于多年内卓越的收益复合成长。[②]

---

① 这个数据考虑了3.5%的期初认购费用，但排除了买卖差价，如果基金持有将被售出则应付此差价。

② 爱因斯坦曾将其描述为世界上的第八大奇迹、年复一年的利滚利持续成长可以引起一系列最终价值的快速扩大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 3-2 富达特殊情况基金：每年业绩表现①

年份	波顿	市场	同类基金	通货膨胀率
1980	58.0%	32.9%	28.2%	15.1%
1981	-1.6%	11.8%	13.3%	12.0%
1982	42.9%	27.0%	25.2%	5.4%
1983	34.6%	27.3%	30.2%	5.3%
1984	27.2%	30.2%	27.2%	4.6%
1985	32.8%	18.6%	22.4%	5.7%
1986	47.8%	25.8%	28.7%	3.7%
1987	28.0%	7.3%	13.5%	3.7%
1988	23.1%	10.2%	7.9%	6.8%
1989	32.5%	34.6%	25.3%	7.8%
1990	-28.8%	-10.9%	-13.8%	9.3%
1991	3.1%	19.3%	14.4%	4.5%
1992	26.4%	19.1%	18.3%	2.6%
1993	46.4%	27.3%	28.9%	1.9%
1994	-2.2%	-6.6%	-6.5%	2.9%
1995	23.4%	22.8%	20.9%	3.2%
1996	26.8%	15.7%	16.0%	2.5%
1997	20.1%	23.1%	20.6%	3.6%
1998	-3.2%	13.8%	10.3%	2.7%
1999	39.4%	24.2%	27.1%	1.8%
2000	25.8%	-5.9%	-4.3%	2.9%
2001	3.8%	-13.3%	-13.9%	0.7%
2002	-10.7%	-22.7%	-23.3%	2.9%
2003	33.3%	20.9%	22.1%	2.8%
2004	20.3%	12.8%	12.8%	3.5%
2005	27.7%	22.1%	20.9%	2.2%
平均值	22.2%	14.9%	13.7%	4.7%
中间值	26.4%	19.1%	18.3%	3.6%
最高值	58.0%	34.6%	30.2%	15.1%
最低值	-28.8%	-22.7%	-23.3%	0.7%

① “波顿”一栏总结了富达特殊情况基金的业绩表现。“市场”一栏显示了金融时报全股指数的收益（假设股利进行再投资）。“同类基金”一栏是所有公司板块基金的平均业绩。“通货膨胀率”一栏衡量了零售价格指数的变化。（数据由 WM 公司友情提供）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



另一种跟踪基金不同时期收益模式的方法是通过计算其收益的累计变化平均值。这种方法排除了年与年之间的波动，显示其在任何特定日期的累计平均业绩表现。时期越长，这条趋势线就变得越具代表性。前文图 1 - 1 总结了这种衡量标准下的特殊情况基金、金融时报全股指数和通货膨胀率的年业绩表现。

不同时期的基金业绩表现

当然，在基金发行时就认购的投资者当中只有很小一部分人坚持持续投资至今。事实上，现在持有该基金的投资者，超过一半的人是在过去的 5 年中开始投资的。投资者们最看重的是在他们持有期间的基金业绩表现如何。金融史上有许多例子证明，许多基金在最初发行时期获得了出众的收益，但却不能随着规模的扩大而维持其卓越的收益率，而通过基金管理投资组合增加基金价值就变得更加困难。本节的论述将关注富达特殊情况基金在其 27 年历史中每 1 年、3 年、5 年和 10 年间产生的收益。论述既包括该基金的业绩表现，也包括不同时期投资该基金的不同投资群体得到的回报。而你马上就会发现，该基金最显著的特征在于其提供的打败市场的收益水平之持续性，不论你愿意选择什么时间。

（1）每期收益

如图 3 - 2 所示，富达特殊情况基金在其 27 年历史中，只经历了两个非常糟糕的年度（1990 年和 2002 年)，其间基金价值下跌幅度超过了 10% 。基金的平均年业绩为 21.5% ，超过了金融时报全股指数和波顿的同行。考虑到他的强劲业绩表现，所以基金在扣除通货膨胀率的影响后仍生成了大额的实质回报。实质回报，即人们熟知的根据通货膨胀率调整后的收益，可恰当地衡量一只基金对投资者的价值，因为它考虑了处于变化中的资金购买力。评估基金的另一常规方法是通过计算投资者在不同时期内获得的年复合收益率。第 139 页附录表 1 - 1 显示了富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



达特殊情况基金发行以来的年收益、其同类基金和金融时报全股指数的年收益计算。特殊情况基金的年增长率范围从每年 27.0%（假设是 2003 年 1 月进行的投资）至每年 13.9%（投资于 1990 年 12 月）。关键点在于，一名投资者无论是在过去的 27 年中的哪一年投资于该基金，如今仍然能够获得收益。而且，不管选择哪个日期作为起点，投资者也

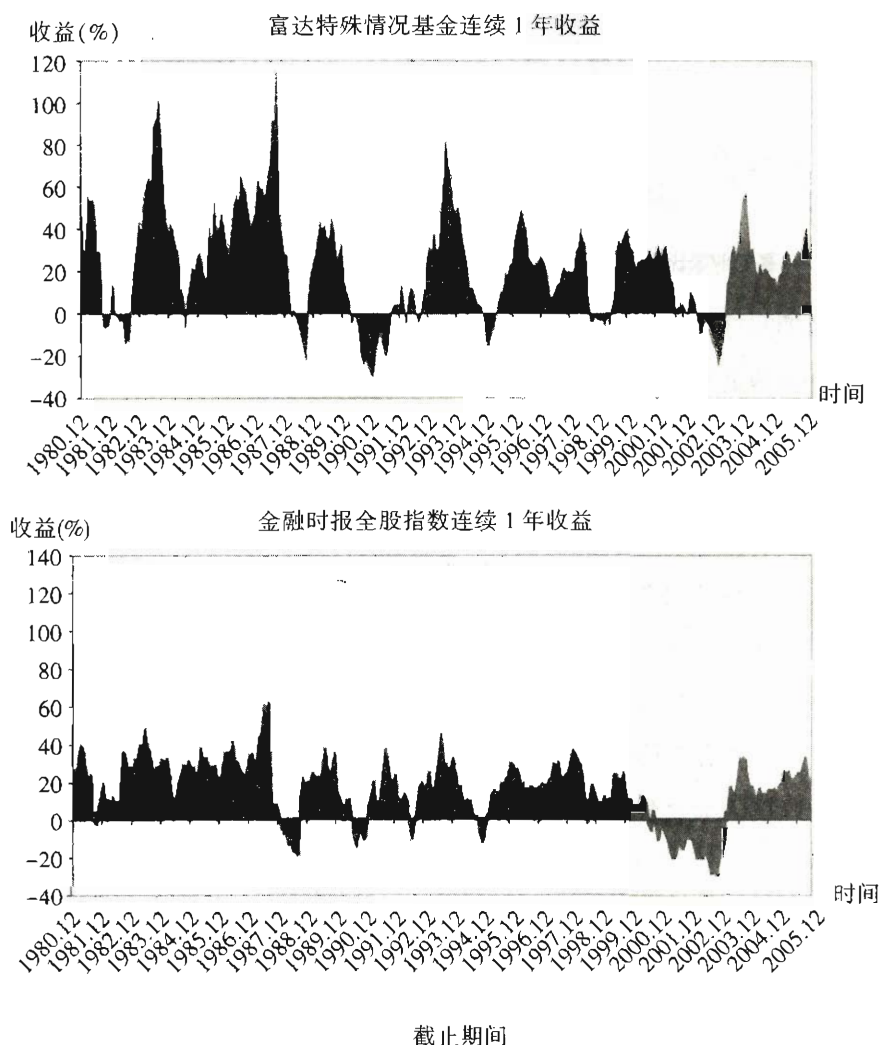


图 3-2 基金业绩比较：1980 年 1 月～2006 年 6 月的每连续 12 个月的收益情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



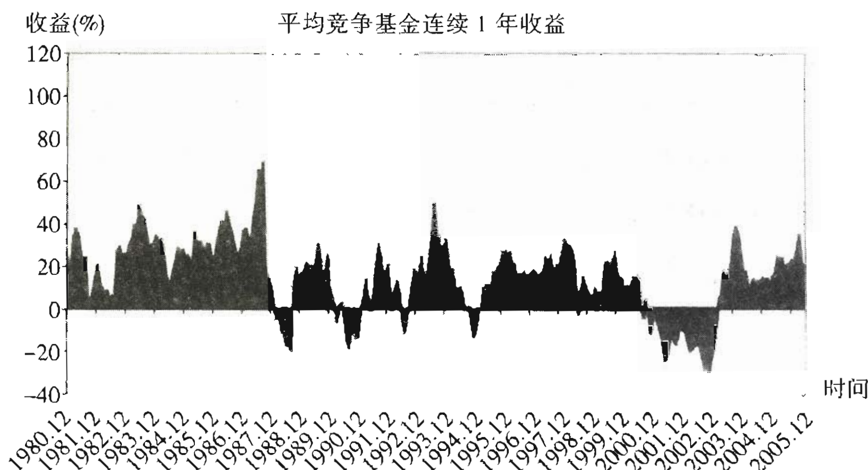


图3-2 基金业绩比较：1980年1月~2006年6月的每连续12个月的收益情况（续）

可在此期间打败金融时报全股指数。① 同一效果同时适用于相反的情况：无论在该基金发行时就认购的投资者，选择在之后的哪一年卖出其持有的份额，投资者获得的收益始终高于相应期间的金融时报全股指数。

（2）连续期间收益

关于特殊情况基金潜在业绩表现得更详细的细节可从连续12个月的收益中体现出来（即在过去27年多的历史中，该基金与股市在319个连续12个月期间的业绩）。第094页的图3-3显示了基金业绩的周期性。就如所有的传统股权基金一样，这也部分反映了股市本身的波动性。特殊情况基金有三个时期获得了超过80%的12个月收益，但也有几个时期，连续12个月收益大幅度下降至负数。与金融时报全股指数的业绩相比较，并采用相同的比例，我们可以很容易发现特殊情况基金在整体上比股市具有更大的波动性。它的最佳1年期倾向于比股市的最佳1年期获得更大的收益，但是它在业绩差劲的时期比股市跌得更惨。

衡量每月收益，则特殊情况基金的业绩一般跟随股市的起伏，即随

① 值得注意的是，这些计算是基于假设投资时间为每年的1月1日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市上升而上升，随之下跌而下跌。这正与标准金融理论相符合，即市场本身的动向就是对任何股权基金业绩的单一最大影响力。在特殊情况基金发行后的月份中，它和金融时报全股指数都上升了大概 2/3，但关键的不同之处在于波顿的基金每月平均利润为 1.71%，而市场的为 1.19%。

图 3－2 反映了该基金在 27 年历史中的更长期连续期间内的业绩表现。图中的线条反映了该基金和市场在每 3 年、5 年和 7 年期间内的业绩。它再次明显地反映了其持续性。例如，自发行以来，该基金连续 5 年期的收益率有将近 99% 的时间都是正数，而相比之下的整个股市的相对比例却低于 86%。在 10 年期内，无论投资者在哪个月开始投资于该基金，其收益率至少为 100%。该基金的 10 年期中收益率超过 200% 的时间占到了 96%。金融时报全股指数的同期数据为 66%。在 5 年期内，基金平均连续期的收益率超过了 100% 的时间占到了 60%。

表 3－3 连续期间收益率的数据分析

	基金	股市（单月）	基金	股市（单季）	基金	股市（单年）
平均收益率	1.71%	1.19%	5.2%	3.6%	22%	14.5%
最佳收益率	18.3%	13.94%	44.1%	20.9%	115.5%	61.2%
最差收益率	－26.8%	－26.5%	－34.4%	－30.1%	－30.0%	－29.8%
收益率大于 0% 的频率	67.1%	66.5%	72.8%	73.1%	77.9%	82.1%
基金战胜市场的频率	54.5%		59.8%		70.7%	
		3 年		5 年		10 年
平均收益率	79.0%	49.2%	162.6%	94.6%	444.8%	261.8%
最佳收益率	366.1%	176.3%	844.9%	320.8%	1459.1%	642.3%
最差收益率	－28.9%	－39.3%	－17.6%	－28.8%	155.2%	65.0%
收益率大于 0% 的频率百分比	94.4%	88.0%	98.5%	86.2%	99.5%	99.5%
基金战胜市场的频率	77.8%		68.1%		85.5%	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



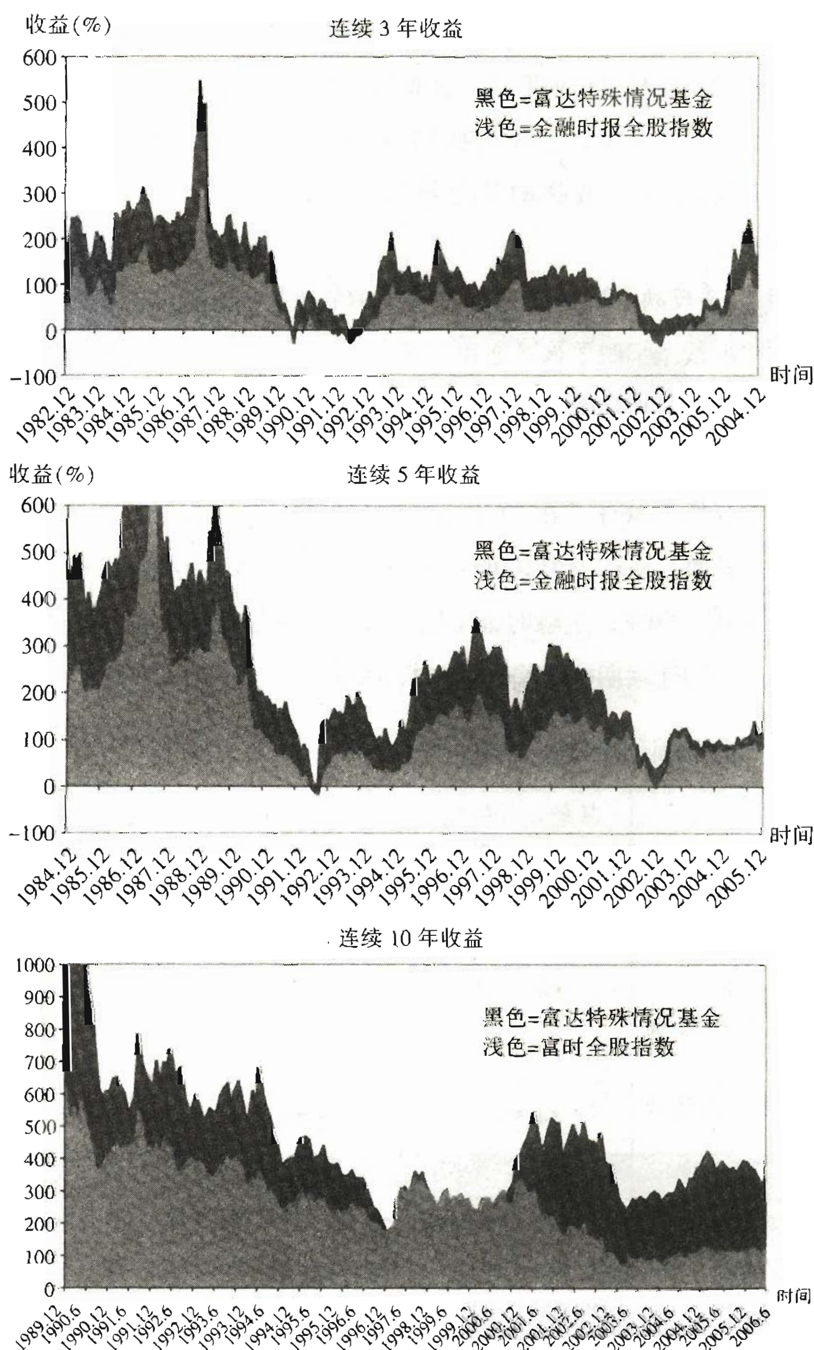


图 3－3　对投资者的回报：特殊情况基金与金融时报全股指数的绝对收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(3) 基金业绩以及同类比较

表 3 –4 反映了特殊情况基金、市场同类基金的收益情况的分布。这些数据显示了特殊情况基金在 69% 的 3 年期内获得的收益高于 50%，1/3 的时期内高于 100%。投资者持有这只基金的时间越长，波顿战胜市场的持续时间越长。同样重要的是，当市场下跌时，基金的业绩表现没有金融时报全股指数那么差。换句话说，与市场相比，波顿在市场上扬的月份获得的收益更高，而市场下跌月份跌幅更小。然而，第 140 页的附图 1 –2 相对业绩表强调，特殊情况基金与金融时报全股指数相比，各期的相对业绩差异确实相当大。

为了与它的同类基金进行比较，特殊情况基金的业绩一般用十分位（前 10%）或者四分之一分位（前 25%）表示。富达特殊情况基金的业绩有一个特点，即虽然它在短期内居于排行榜的底端，经常是在英国所有公司板块的同类中表现最糟的前 10%，但随着时间的增长，它总是能攀升回到排行榜顶端。在 3 年或者更长的期间内，特殊情况基金几乎一直位于排行榜的前 10%。该基金以最大差额超过市场水平的年份在其发行后的前 10 年。自那以后，当然存在一些期间，基金的 5 年和 10 年的连续收益整体落后于市场，但那只是个别例外，不是它的惯常水准。

表 3 –4　绩效表现的差距

出现以下收益率的概率（%）	持股时间							
	3 年期		5 年期		7 年期		10 年期	
	基金	股市	基金	股市	基金	股市	基金	股市
>50%	69.4%	48.9%	88.8%	74.2%	99.6%	79.3%	99.5%	99.5%
>100%	32.0%	9.2%	60.0%	43.5%	92.8%	73.0%	99.5%	88.0%
>150%	8.1%	1.1%	40.8%	17.7%	69.6%	43.0%	99.5%	74.5%
>200%	2.1%	0.0%	27.3%	7.3%	52.7%	21.9%	96.0%	66.0%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



风险分析

正如波顿自己提到过的，他基金的风险在整体上高于市场水平，因而也更加可能获得集中的高收益。他的基金正是基于这种方式进行营销，而该基金也确实是如此表现的。他的基金比其他大多数同类基金承担着更高的“积极风险”。尽管如此，据对特殊情况基金的每月收益标准偏差的衡量，在整个25年期间，该基金的波动幅度仅仅比金融时报全股指数高大概1/5（特殊情况基金每月5.57%，金融时报全股指数4.65%）。该基金从未使用借款来增加收益，虽然它的姐妹基金富达特殊价值投资信托在其15年的历史中偶尔会那么做。一只使用借款提升资产水平的基金将在股市价值上涨时比没有这么做的基金得到更大的收益；同样的，当市场价值下降时，将遭遇更惨重的失败。波顿的单位信托基金并没有受到资本负债的影响。

波顿的特殊情况基金在超过3年期的业绩中表现最糟糕的几个时期一般也比股市指数的下跌幅度小一些。这也证实了波顿的同事们的观察，即波顿规避风险的能力与他挑选成功股票的优点同等重要。一只持有期在3年甚至更长时间的最差收益与市场相比下跌幅度没那么严重的基金，是否可以被描述为在根本上更具风险的基金？大家尽可以就这个问题进行讨论。除非你和一些分析师一样，将风险定义为“跟踪误差”，即基金业绩与市场的偏差程度，那么这只基金就可以被看做具有更高风险。

表3-5 1980~2006年最差收益期间

持股时间	富达特殊情况基金	金融时报全股指数
1年	-30.0%	-29.8%
2年	-26.6%	-39.9%
3年	-28.9%	-39.3%
5年	-17.6%	-28.8%
7年	55.4%	4.2%
10年	155.3%	65.0%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



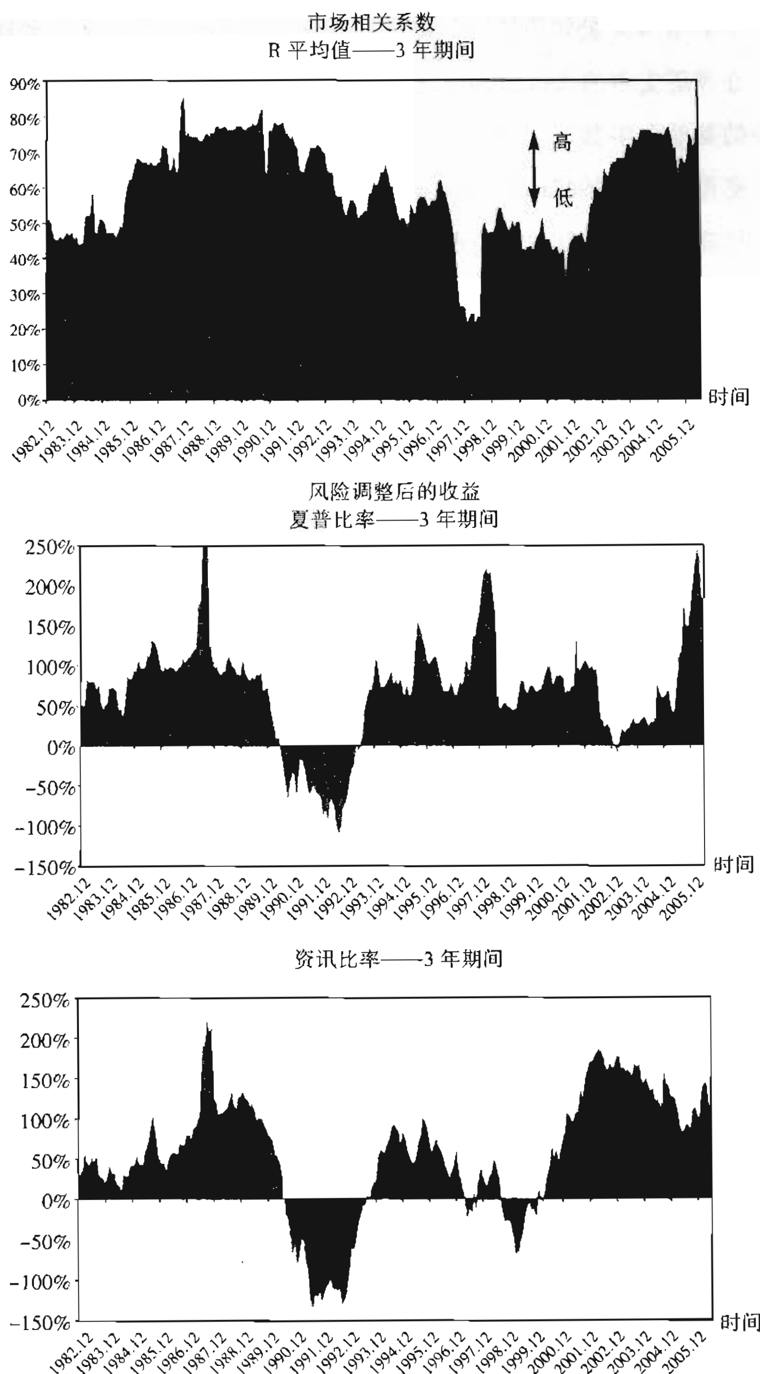


图 3－4 风险参数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



下面由WM公司投资顾问提供的图3－5显示了波顿基金的跟踪误差，在其历史中的大部分时期相对收益都超过了10%，比他的基金板块中的其他大多数基金的都高出许多。WM公司的调研总监阿拉斯泰尔·麦克杜格尔（Alastair MacDougall）指出，富达特殊情况基金最初发行时就打算永远不与市场走同样的路，而波顿也确实一直都是这样管理基金的。用另外一种方式来衡量，我们可以看看基金收益与整个市场的关联程度。采用回归分析——一种先进的统计技巧，或许可以基于所有基金与金融时报全股指数的相关程度做一个排行。图3－4的第一张图显示了特殊情况基金的平均R平方值，依据这种衡量方式，其25年期的R平方值为0.58，波动范围为0.20～0.85。一只完全与市场相关的基金的R平方值为1.0。特殊情况基金的值相比其同类基金显得非常低，这证实了波顿是一名真正的逆向投资者。

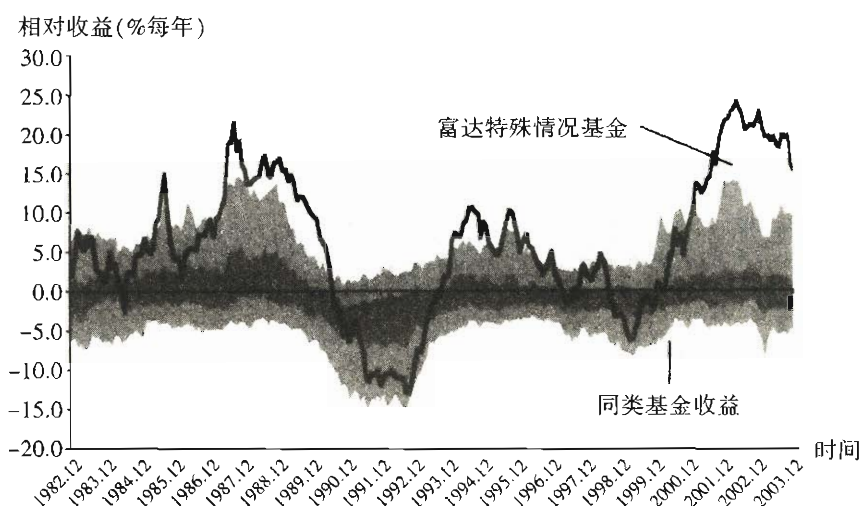


图3－5　富达特殊情况基金和它的同类基金

另外两种监控基金的风险预测的标准工具是资讯比率以及夏普比率。夏普比率，以诺贝尔奖获得者、金融学者威廉·夏普（William Sharpe）命名，普遍用于衡量风险调整后的收益。两个比率都被用于分析和比较在风险调整后的基础上，基金的业绩表现与股市的相关程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以这两种比率而言，结果为正数则代表着一只优秀的基金，但大多数的股权基金都做不到这一点。这些图表说明，依据这些衡量标准，安东尼·波顿在其职业生涯的大部分时间持续获得正值，除了经济衰退显著的 1990 ~ 1991 年和 1998 ~ 1999 年（仅针对资讯比率）。英国所有公司板块的 310 只基金中有 9 只在 2000 ~ 2003 年的熊市期间夏普比率为正值，而特殊情况基金就是其中之一。

资讯比率如果保持几年的正值，则许多分析师会认为它是最可靠的统计指标，表明基金的业绩表现是基金经理投资技巧的结果，不仅是只凭运气。高于 0.5 的资讯比率被认为值得特殊关注。波顿在过去 27 年内获得了大量的正资讯比率值（平均 0.63，中间值 0.71），几乎没有其他英国基金经理人能与之相提并论。这些数字证实了波顿的名望是建立在可靠的统计数据基础上的。

表 3－6　基金的排名等级以及资讯比率（1980 ~ 2003 年）

年份	排名位于第几个四分位	排名（名次/评比总数）	年份	资讯比率
1980 ~ 1982	1	5/58	1980 ~ 1982	0.27
1983 ~ 1985	1	8/58	1983 ~ 1985	0.33
1986 ~ 1988	1	1/94	1986 ~ 1988	1.42
1989 ~ 1991	4	87/94	1989 ~ 1991	-1.15
1992 ~ 1994	1	3/154	1992 ~ 1994	0.82
1995 ~ 1997	1	12/154	1995 ~ 1997	0.25
1998 ~ 2000	1	10/128	1998 ~ 2000	0.71
2001 ~ 2003	1	2/128	2001 ~ 2003	1.40

资料来源：WM 公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资模式分析

许多职业顾问同时还喜欢分析一只基金相对于一种或多种“投资模式指数”的业绩表现。这种情况下的一般逻辑是，在中短期内，一只基金可能因为特定的投资模式表现良好。例如，一只集中购买小型股的基金通常会在小型股整体表现比整个股市更出色的时期获得超过股市的业绩；小型股整体表现变差时它的业绩也会变差。在这些情况下，基金的表现与基金经理的某种特定投资技巧无关。在其他时候，一名喜欢购买价值股的基金经理在价值投资模式受欢迎时表现良好；反之亦然。随着时间推进，这些对投资模式的偏好结果趋于互相抵消，所以一只坚持采用一种特定模式的基金不可能在长期内表现超过主要的股市指数。因此，投资模式分析师试图排除基金经理的特有投资模式的影响，寻找有没有任何比恰当的时机和地点更能影响基金业绩表现的因素。

这些分析师分析的传统方法是通过比较基金与反映不同投资模式（中小型股、价值型或者成长型股票等等）的指数的业绩，而不将其与一般的股市指数作比较，例如金融时报全股指数。股权基金在这种情况下，例如富达特殊情况基金，基金实际收益与投资人以其投资模式的偏好的预期之间的差距可以视为反映基金经理的投资技巧的指标。附录中有一个例子，基于英国最大的基金经纪公司 Hargreaves Lansdown 公司的分析师进行的调研。他们的调研成果证实了安东尼的成功不应完全归功于投资模式。图 3 -6 比较了基金的实际业绩表现与考虑了市场对中小型股的偏爱后它应该获得的业绩。它传递的信息很明显：自 1990 年以后，当 Hargreaves Lansdown 公司开始使用这些数据系列后，实际上富达特殊情况基金获得的所有高于市场水平的业绩都源于波顿的选股能力，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而非由于基金投资于表现超过市场的股市板块。①

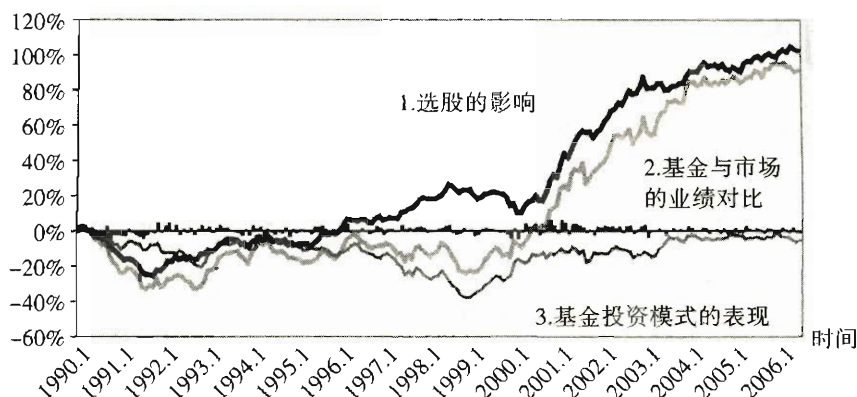


图 3-6　成功的关键：选股技巧

资料来源：Hargreaves Lansdown 公司

特殊情况基金主要投资于股市中小型股板块。因此，我们有合理的理由不仅将它的业绩表现与它的官方基准——金融时报全股指数做比较，同时也与其他跟踪这些股市板块业绩的指数进行比较。下面的图 3-7 比较了特殊情况基金与主要包括全股指数中型股板块的金融时报 250 指数的收益模式。这些中小型板块公司的市值没有高到足以保证其进入包括英国最大的一些挂牌公司的金融时报 100 指数，但却代表着它下面的那个区域。你可以发现特殊情况基金的收益模式紧随金融时报 250 指数。分析两个系列连续 12 个月的收益显示，金融时报 250 指数自从 1986 年开始计算后，平均每年比金融时报全股指数高出 2.8%；并且富达特殊情况基金反过来又在同期平均每年比金融时报 250 指数高出 4.3%。这显示了市场对基金的规模偏爱使其市场业绩表现得到了体现，但那还不是主要原因。

---

① 详见附录 2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



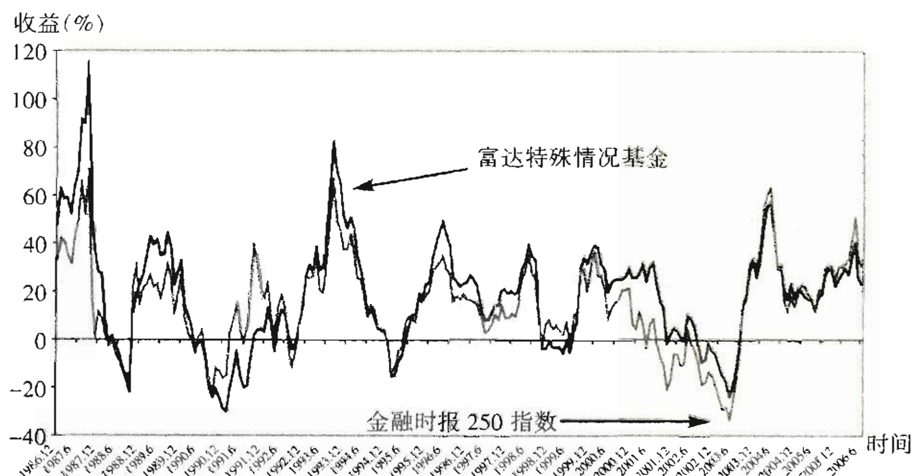


图 3－7　富达特殊情况基金与金融时报 250 指数

欧洲基金的业绩表现

表 3－7 反映了安东尼·波顿担任投资经理期间的富达欧洲基金获得的收益率（1985 年 11 月～2002 年 12 月）。图 3－8 反映了该基金与其基准——摩根士丹利资本国际欧洲（英国除外）指数连续 3 年的收益率，并且强调了它持续强劲的业绩表现。欧洲基金的收益模式在大部分时期都紧随英国基金，突出显示了两只基金都以大体相似的手法进行管理。需要注意几点：1990 年的惨跌；收益率超过 50% 的年份数（证明了欧洲股票市场在早期仍然未被充分调研的程度）；20 世纪 90 年代全球牛市趋势最强劲时的一长串连续的两位数正收益率；以及 2001 年、2002 年熊市期间基金的弹性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 3－7　安东尼·波顿管理的富达欧洲基金的业绩

年份	富达欧洲基金	摩根士丹利资本国际欧洲（英国除外）指数	收益差异
1985	20.6%	19.3%	1.3%
1986	72.8%	40.7%	32.1%
1987	－7.9%	－29.8%	21.9%
1988	62.8%	31.5%	31.3%
1989	56.4%	38.2%	18.2%
1990	－23.9%	－21.1%	－2.8%
1991	8.2%	19.3%	－11.1%
1992	8.6%	15.2%	－6.6%
1993	61.7%	36.5%	25.2%
1994	－5.7%	－6.5%	0.8%
1995	29.2%	30.1%	－0.9%
1996	22.6%	12.4%	10.2%
1997	22.1%	24.4%	－2.3%
1998	23.5%	27.3%	－3.8%
1999	27.0%	12.2%	14.9%
2000	20.3%	10.5%	9.8%
2001	－10.9%	－24.9%	14.0%
2002	－6.3%	－27.9%	21.5%

注：1985＝两个月，2002＝11 个月

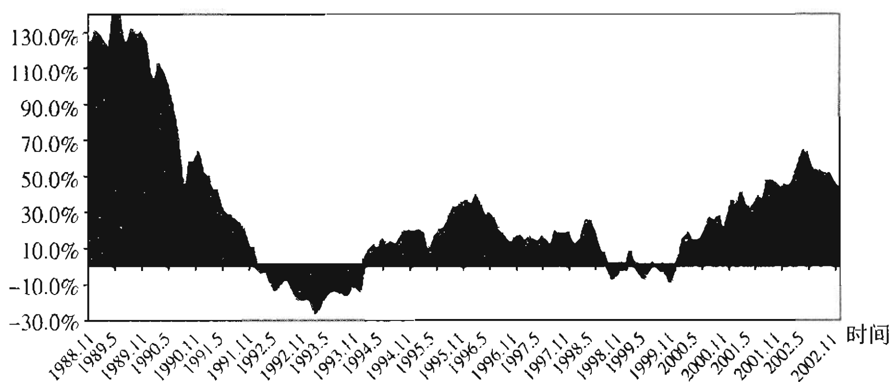


图 3－8　在欧洲的相对业绩：富达欧洲基金与其基准的 3 年期连续收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



历史表现

综上所述，以上分析的几个要点如下：

- 特殊情况基金在其发行初期的几年内收益绝对数字表现下降。这部分体现了它前10年获得的卓越收益以及伴随其规模扩大而引起的一些问题，同时也反映了下降的通货膨胀率的影响，它是过去25年中最重大、最长期的经济趋势。随着时间的推移，通货膨胀率和利息率都下降了，股市的名义回报也不可避免地相应降低。
- 尽管如此，相对于股市整体，特殊情况基金获得的超过股市水平的收益差额仍然是显著且持续的。它的实际收益业绩也是如此（包括调整通货膨胀率后的收益）。事实上，因为该基金在熊市中仍表现如此之好，因此在过去几年中，波顿打败市场的差额是增加，而非减少。
- 特殊情况基金在大多数市场条件下都保持业绩。它的绝对业绩最差的时期是在1990～1991年的经济衰退期，其价值从1989年8月的高峰点下降了33.3%，至1991年1月的低谷点。在27年的历史中，该基金经历了7个下跌年份，但只在其中的两年损失率超过10%。
- 在相对情况下，特殊情况基金也在许多时期表现超过整体股市。其中为时最长的一次是在20世纪90年代的中期至末期，在此期间牛市正大行其道，波顿极少投资的大型股的需求量比他偏爱的中小型股大出许多。
- 对特殊情况基金的每月收益的详细分析显示，该基金的成功率（盈利月份数量比亏损月份数量）与同性质基金的平均比率相去不远。然而，关键的不同之处在于，特殊情况基金在盈利月份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的月平均业绩比其同类基金和市场的都高，而在亏损月份的下跌幅度更低。

- 在每10年期的持有期，不论投资者选择在哪个月份开始投资于特殊情况基金，在10年后总能够获得不低于150%的收益。自从1979年来，只有两个120个月期的基金业绩比整体股市表现稍差，而且只有一次历时超过3个月，即发生在1990～1991年的经济严重衰退期。

作为一个概括性的结论，特殊情况基金历史上的最佳购买时机都是在它业绩表现不佳的时期之后；最不应该购买的时间是在它经历了一段非同寻常的强劲业绩之后。一般来说，所有最优秀的基金经理人和整个股市都认同这种模式。然而，据观察结果显示，大部分的投资者在实际操作中却都以相反的方式投资，在基金表现良好时买入，而避开那些表现相对不良的基金。

绩效分析

对于那些崇尚投资动力学的人来说，基金业绩的数据资料所传递的信息十分清晰。有三点特别显著：波顿的基金业绩的持续性；波顿成功地同时在两个主要的市场（欧洲大陆和英国）建立可比的基金的事实；以及他成功做到维持基金纪录的事实。基金规模已经成长至如此庞大，令零售基金板块的几乎所有其他基金相形见绌。应该如何解释这一卓越业绩？在本章的其余部分，我们将从各个角度审视这个问题，其中包括了那些与波顿工作关系最密切的人士们的观点。

波顿首先将会承认，他在股市环境对股权投资异常有利的时期管理基金获利不少。1982～2000年在强劲的反通货膨胀推动下的、长期有力的牛市时期，毫无疑问是20世纪持有股票的最佳时期。在那18个月期间，股市的年收益率（实际收益率为每年11%）比股权投资的长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



历史平均水平高出50%。对于基金经理来说，这明显是一个异常难得的时机。如果说有一个时期可以标榜自己为选股能手的话，20世纪80年代开端就是这个时机。那个牛市为波顿这种类型的积极追求风险的基金经理创造了一个非常有利的环境。

同时，我们现在可以看出，他得到了加人一家世界级的基金管理公司的机会，并且还是在它开始进军欧洲的时候加人的，这算得上是波顿的好运气。如我们所见到的，在那个时候，谁也无法保证富达将多么成功。在27年的岁月中，富达由一家在英国默默无闻的公司成长为英国单位信托和开放式投资领域的佼佼者，拥有零售股票8%的市场份额。结果可以看出，希望追求选股事业的话，不会有多少公司拥有比富达更适宜或者更支持投资经理的环境。作为一家专营基金管理的私有公司，富达能够在很大程度上避免内部斗争和所有权的屡次变动——这些都会伤害基金经理人的职业生命力。[①]

波顿自己承认，富达的集中于以调研为导向的股权投资经营方法非常适合他。波顿的第一个老板，理查德·廷伯莱克说："富达非常保护投资人，他们不会被拉去做营销或者管理工作。但其他大多数公司的基金经理人花大量的时间做营销，做自己的管理和客服工作。如果你可以把这三个板块独立开来，那你可以在各个领域找到最杰出的团队，并依赖于其他人做其他的事务，那你将有很大的机会可以创建一个优秀的组织机构。几年来，安东尼得到了优秀的股票分析师们的强力支持。我认为他很擅长于从分析师那里得到他想要的东西。"

根据富达国际的副主席巴里·贝塔曼的说法，富达严格限制基金经理花在核心选股工作之外的工作时间。根据富达内部的规定，绝不允许基金经理在一年内花超过一个星期的时间做营销工作，虽然实际情况并不总是严格遵守规定。波顿在联系客户和他们的顾问人，以解释基金业

---

① 这或许不是巧合，被广泛认为是现代基金管理集团中最成功企业之一的美国资产国际集团，也是一家有着强大内聚文化并从不偏离中枢基金管理事业的私营企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



绩的背景方面十分勤勉刻苦，尤其当他的业绩数据比不上平常水平时。贝塔曼说："尽管大多数的基金经理们在倒霉时期都倾向于躲避起来，直到他们的业绩回升，但安东尼总是会特别努力地保持与客户和顾问们的联络。"

但是，不论是他管理基金的优势环境碰上了强大的牛市，或者他遇到如此有利于己的公司的好运气，都不能完全解释波顿在股市上持续打败市场的成功表现。直到 2000 年为止的几年牛市行情之后，股市经历了来势汹汹的熊市，波顿仍然以相同的差额战胜市场，这足以证明他的工作方法中拥有一些其他基金经理人缺乏的东西。虽然他也曾有过相对比较糟糕的时期，有时持续 18 个月甚至更长时间，但投资于他的基金的时间越长，业绩会越优秀且持续。在特殊情况基金的 27 年历史中，只要投资者们对其投资时间达到了 7 年或更长时间，那他们中没有一个人不获得打败市场的收益——这是一个真实、明显的数据。

其他人对波顿的看法

走访了一些多年来与波顿关系密切的人后，笔者得到了大量的关于究竟是什么使波顿成为如此成功的基金经理人的解释。每一位与我交谈的人都滔滔不绝地讲述他是如何勤奋工作以及他对待工作的高度纪律性。据在波顿身边工作了 20 余年的莎莉·沃尔登（Sally Walden）说，波顿极为仔细地管理他的时间。"他不是那种站在咖啡机旁徘徊，找人闲聊的人。他想方设法不浪费工作时间的一分一秒。他从不对人不友善，他有自己独特的沟通方式，以最迷人的方式，他总能得到他想要的。"波顿的几位同事对他一踏上火车或飞机就立即整理一厚沓调研笔记的做法简直惊叹不已，2003 年从波顿手中接过离岸欧洲基金管理权的格雷厄姆·克莱普就是其中一位。

凭借他与基金经理人合作多年的经验，廷伯莱克说，波顿成功的关键因素之一在于他能以不可思议的能力衡量和解释市场对一只股票的期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



望值。“我认为，理解安东尼时需要清楚的最重要一点是，他是一位左右脑都很发达的经理人。优秀基金经理人通常不会是数学一流的人或是卓越的会计师或保险精算师，这些人通常只能成为不怎么样的基金经理人。更重要的是需要懂得大众心理学，这是一种创造性的技巧。大众心理学的学位是远比会计师或经济学家的知识更优秀的资格。你需要的是左右脑同等发达的投资者，像安东尼这样。他不仅左右脑一流，并且了解市场和大众心理。他拥有创新的一面，能够理解其他人的行为。”

富达特殊情况投资信托的主席，亚力克斯·哈蒙德·钱伯斯认同廷伯莱克的说法。他认为“波顿拥有识别一只被市场打折扣的股票的神奇诀窍。没有多少人能一观察一只股票就立即理解市场对该股票的看法。人们自认为自己理解，你问 90% 的人，2000 年 3 月市场怎么看沃达丰公司（Vodafone），他们的回答将会是错误的。但是，安东尼对从股价中看出市场对一家公司的看法有一种直觉，并且他还能凭借自己的理解和经验决定是否遵循市场的看法。如果他有独特见解的话，那就是一个买入机会了。”

与波顿共同合作了 20 余年的西蒙·弗雷泽最近成为富达的首席投资官。弗雷泽说，波顿能够敏锐地觉察一家企业不仅对于股市而言，而且对潜在交易或私人股权投资者而言的价值如何，这加强了他购买不受关注的股票的信心。“波顿乐于购买其他人不理睬的非流通股的原因之一在于，他出于天生对价值的敏感性懂得，有一天将会有人竞标购买它们。”波顿成功地寻找到了许多之后被并购接管的股票，这证明了弗雷泽的话是有事实依据的。1999 年是一个奇迹般的年份，波顿投资的 30 家公司都成为并购接管的竞标对象。弗雷泽补充说，波顿不仅拥有能够发现机会的宝贵才能，同时也有足够的勇气并果断遵照直觉行事。“最后，成功的投资行为在于需要比市场其他人看得更清楚透彻，并在每个人都得出同样的结论之前立即行动。安东尼有这种付诸行动的能力，而不仅仅只是想想或说说。”

然而，波顿的同事萨莉·沃尔登说，关于波顿最重要的一点在于他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的性格坚定，绝不动摇妥协。她认为波顿的才智大多是主观内化的。巴里·贝塔曼也是这么认为："他是个很难被看透的人。他所说的话总是听起来很简单，甚至过于简化。坦白说，许多的基金经理人在发言时听起来都要比波顿强得多，但他们当中没有一个人是真的按自己所说的去做的。安东尼非常冷静。无论发生了什么，他也只是继续进行工作日程上安排的下一件工作。我认为，作为基金经理，现在的他毫无疑问比15年前更加出色。"贝塔曼认为，虽然波顿获得成功绝非偶然，但他为富达国际事业所做的贡献却很容易被人们忽略，尤其是建立一种关于公司运营方法的独特风格。"除了他显著卓越的业绩表现，他是一个如此和善、安静并绝不爱慕虚荣的经理人，这些都为富达的投资方式奠定了基调。让我们承认吧，许多所谓的明星基金经理都不讲道理并且很难管理。在富达却不存在那种问题，这很大一部分归功于安东尼树立了一个绝佳的榜样。我们其他人必须沿用同样的风格。一般而言，我们的基金经理都易于管理、相处融洽，并且非常支持公司。这种现象大部分都是起源于安东尼的榜样力量。这给我们带来了巨大的变化。"

波顿利用富达放任其高级基金经理使用资源的成功程度令贝塔曼大为震惊。"例如，我们是最早将投资研讨会专业化的几家公司之一。如果你决定进行路演，那么我们认为你就必须把它做好，使其成为行业内最优秀的。真正的成本是时间。年复一年，安东尼都进行路演，不仅在英国，同时还在欧洲、中国台湾和澳大利亚。他一直坚持直接面对投资者，这帮助他建立业绩表现和业界名望。"波顿从早期就开始做的另外一件事情是，他还在公司的其他部门花了许多时间。贝塔曼说："举个例子，我们有一个大型的电话销售部门。波顿会比其他基金经理更为频繁地去楼下的电话销售部门，与电话销售员谈论他的基金。他总是花时间与公司其他部门交谈，告知他们自己正在做的事情。他是我们公司最频繁地出现于大家视线中的基金经理，并极其忠于富达和富达的员工。这一点对公司有利，同时对他自身也有帮助，因为人们更注重到他的存在并给予他更多的支持。"这在1990～1991年特别显示出了它的高价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值，那个时期，基金因业绩不良面临赎回的威胁。

成就投资大师的品质

早期在富达与波顿共事的彼得·杰弗里斯之后离开了富达，与廷伯莱克合资创立了基金研究公司。杰弗里斯说，他深信，波顿是英国基金管理行业少数几个真正的投资大师之一。“所有优秀的基金经理人都具有许多共同的成功素质——知识、技巧、热情、专注以及对‘投资竞赛’的热爱。然而，伟大的基金经理人拥有一些额外的难以定义的成功要素，使他们异于普通基金经理。”波顿具有许多与美国著名基金经理人彼得·林奇相同的特质。杰弗里斯认为波顿可以与林奇并称。“我想说的最重要的一点是，他们俩都是相当独立的。任何与安东尼合作过的人都会明白他有不逊色于任何人的独立思想。在研究一家公司时，他会尽可能地利用最广泛的数据和意见，但他只凭自己对公司状况的判断下最终的分析定论，包括分析公司的未来或股票的估值。他不受当下热门、市场一时狂热或当前市场观点的影响。”或许绝非意外，与他的许多同事不同的是，波顿喜欢听取其他意见，而不是简单地依赖于富达调研机器生成的投资意见。

亚力克斯·哈蒙德·钱伯斯在被任命为富达特殊价值主席之后亲自分析过波顿的业绩。他说，你可以采用许多类推方式形容优秀的基金经理人。“爱丁堡投资公司（Ivory&Sime）的创建人和领路人吉米·甘默尔（Jimmy Gammell）经常说，最好的类比就是航海：虽然你从A点航行至B点，但你的航线并不总是笔直的。在途中，有时逆风，有时顺风，有时横风。有时，因为风向条件比较恶劣，你必须收起一两面帆。换句话说，你必须根据具体情况调整帆和航行方向。有投资头脑的人在这方面就做得很好，波顿就是如此。我认为他是善于掌舵的。”

据约翰·查特菲尔德·罗伯茨（John Chatfeild－Roberts）的说法，波顿是那种极罕有的“彻彻底底”的基金经理。查特菲尔德·罗伯茨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为富达的对手公司——木星资产管理公司成功地管理着一只专门投资于基金的基金，而且多年来一直投资于富达特殊情况基金。在寻找基金经理时，查特菲尔德·罗伯茨和他的团队注重的是“勤奋工作的能力和愿望、发现机会并立即行动的才能和果断性，以及比周围人看得更远的想象力”。波顿很突出地拥有这三点。“如果你在他坐火车回家时看见他，你会发现他正在阅读调研报告，阅读完之后，他会在到站之前将其全部丢进垃圾箱。就这一点，现在与 20 年前没有任何改变。机会？这些年来，这个主题贯穿于他的投资组合。最近的一个例子是劳埃德保险公司（Lloyd's insurance vehicles），许多人并不信任它，而那些信任的人又过早地售出，期望获得完整收益。想象力？你只需要看看波顿自 90 年代初就开始的对诺基亚公司股票的长期持有就明白了。那个时期，移动电话就是些无用的砖块，并且许多人（包括我自己）都很缺乏眼光，发誓我们永远都不会赞成被这东西打扰。但是，如果现在我们都没有手机，情况会如何呢？拥有这三个条件其中的任何一个，都可以成为一名优秀的基金经理。但三者皆备，则能成为一位大师。”

查特菲尔德·罗伯茨同时猜测，波顿喜欢在业余时间创作古典音乐这一事实或许也对他的投资有所帮助。“研究发现，如果你放古典音乐给还在母体中的胎儿听，可以刺激胎儿大脑负责音乐才能和数学技巧的那一部分。传闻也表明了音乐和数学间的强大联系。有报告称，在牛津大学，数学系的学生在快要参加期末考试前都偏爱参加巴赫的音乐会。对数字模型的天生欣赏——可能出现于企业财务统计数据之类的平凡小事——或许因此加强了安东尼的竞争优势。”波顿自己说过，他打算在 2007 年底退休后，花更多的时间欣赏和谱写音乐。在附录 7 中，读者可以从他最爱的几首音乐的列表中判断音乐在他生活中的重要性。

哈蒙德·钱伯斯补充道：“波顿投资时听取大量的意见并能够与众不同地进行思考，这两点比其他任何因素更能使他可以用一种他人无法办到的方法发现一只股票的价值。我注意到，他的失败次数非常少。他从未惨败过，没犯过大错误。我认为，这部分归因于他具有很强的价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



意识，他进行的如此多的投资都没有巨大幅度的下降。他从不追捧热门股票。我确信他会犯错误——我们都会——但你必须看他的得失比率。你通常估计，一名非常优秀的组合投资经理持有的每 10 只股票中，或许有 6 只盈利，2 只收支平衡，2 只亏损。这当然已经足够产生正收益了。安东尼却比这做得更好，他亏损的几率非常小。”之前给出的数据，显示他的亏损月份超过整个市场的次数少之又少，这证实了以上论述的真实性。

波顿的成功法则同时也适用于那些以销售基金为谋生手段的人。总部设于布里斯托尔（Bristol）的股票经纪公司 Hargreaves Lansdown 已成长为基金经纪业规模最大的公司。其调研总监马克·丹皮尔（Mark Dampier）说，虽然波顿充满了自信，但他没有那种经常搞垮基金经理人的傲慢自大。“他的管理风格很难受外界的约束，但他真正的才能似乎在于他能够以一种异于整个市场的方式看待股票。换句话说，他信赖自己的估值技巧，而非其他人使用的方法。”他的寻找被市场忽略的便宜股票的投资过程并不复杂难解。“虽然波顿的投资模式在某些股市周期失宠，特别是在经济衰退时期，但是一旦这种模式成功地重受欢迎，波顿就能够强劲回击并弥补之前的所有亏损。投资者们可能忘记了，1987 年的股市崩溃后以及 90 年代早期经济衰退期间，安东尼的业绩表现相对较差。为了利用他的基金赚钱，你必须保持耐性并在最艰难的时期支持他，如果你这么做了，他一定会给予你回报。”

成就的规模

在各种各样的想法中一路前行并寻求评估波顿取得成就的真正规模，就必须看到很少有基金经理人能连续 29 年在同一岗位上管理同一只基金，但当波顿退休时，他将做到这一点。仅仅凭他对这份工作的长期坚持这一点，就能使他的业绩有可能在任何长期业绩比较中脱颖而出。很明显，波顿从未被另外更加有利可图的选择引诱而离开富达，虽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



然这种机会从未短缺过。根据波顿和他的一些同事的说法，波顿喜欢管理一只成功的零售基金带来的自由，却并不那么喜欢管理机构资金，例如养老基金。因为机构基金的顾问和其他人都试图质疑基金经理们做出的决定，这种侵扰总是很惹人生气。与所有的最佳投资经理人相似，他对工作的个人忠诚度和自律性都使得外界的密切监督显得没有必要。

同样重要的是，波顿显示了比其大部分同行坚持同一工作的更长久的毅力以及决心。虽然有许多基金经理在 5 年甚至 10 年的期间内获得强劲收益，但他们当中相当数量的人发觉投资行业需要承担过大的工作压力，因此要么离开这一行业去从事不那么劳心劳力的事业，要么转移进入管理层。[①] 而与他们相比，波顿将其基金管理事业坚持到底，尽管他在富达 27 年中的 17 年同时管理英国和欧洲基金。虽然他在几年前就减轻了管理欧洲基金的职责，部分为了节约投入于所有相关旅行的时间，但他的影响力仍值得关注。这或许会是稍微有点儿陈腐的论述，但作为一名基金经理，为了获得卓越的长期业绩，你首先必须确保完成这个过程，而波顿正是这么做的。

在评估基金业绩那一章节中引用的专业分析明显显示，不论你选择哪种方式分析那些数据，你都很难仅仅用风险和投资模式的影响将他的业绩数据解释明白。的确，波顿的基金总是承担着投资顾问们所说的“积极风险”。他的基金通常与股市指数关联不大，其投资组合与几乎所有其他基金经理相比，更加不与金融时报全股指数相似。波顿这种决策是有意识的，因为他一开始就决定承担风险，支持自己与市场不同的对个股价值的判断。从狭义的角度看，这种积极风险有助于揭示为什么他的基金能够获得高度高于市场和同类基金的收益。但是单纯用异于市场的行为来解释他的成功，理由不够充分：如果做一名彻彻底底的逆向投资者是战胜市场的绝对保障，那么你可以确定，这个行业的所有其他人都将这么做。而他们并未这么做是因为，要做一名逆向投资者并且做

---

① 富达的首席投资官西蒙·弗雷泽称之为“获得晋升，成为公司的一般管理费用”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



好是件非常困难的事情。在基金管理中承担大量积极风险的通常结果是，你要么大幅度战胜市场，要么惨重地落后于市场。

通过研究波顿的投资模式来解释某些他战胜市场的时间段，这当然是可能的。特别是，自从 2000 年熊市结束后，有明显的证据显示市场对波顿这类价值投资者的回报超过了其他类型的投资者。这是为什么他能够如此成功的原因之一，正如他在 90 年代后半期没有投资于大型股和拒绝支付被过度密集吹捧的互联网股票的行为，可以解释为什么他在那段时期的业绩表现暂时严重落后于市场。但投资模式分析无法解释的是，波顿是如何在他管理特殊情况基金的整个期间，并实际上是同样在其间的每连续 5 年和 7 年期间，获得如此卓越的成绩。投资模式之间的差异趋向于随着时间流逝而互相抵消，并且如上一节引用的分析表明，他在更长期的时间内获得的高于市场水平的收益，几乎都完全源自于他的选股能力，而非基金的类型。

逆向投资的重要性

无论如何，波顿只要遇到他认为是“物美价廉”的股票，无论它们会对他的投资模式有何影响，他都会义无反顾地买入，这是他的投资理念。波顿的首要目标是确保他永远不会只买入那个时候其他所有人正在购买的股票。这种逆向投资方法很明显是他成功的一个关键要素：然而对于那些将“风险”定义为基金持股与市场的偏差程度的人来说，他们别无选择，只能认定波顿采取的是令人难以忍受的高风险投资手法。与之相反的论述是，风险自古以来一直都是对价值投资者的基本要求，沃伦·巴菲特与波顿都这么认为。他们认为，一名投资者最大限度地降低投资组合风险的最佳方式是：（1）购买范围广泛的股票，进行多样化投资；（2）只购买以绝对价值而言属于低价的股票。以低于其本身价值的价格买东西怎么可能会比不考虑价格地购买别人都在买的东西更具有风险呢？这无论从逻辑或是直觉上讲都是毫无道理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数据资料显示：波顿的选股成功率比许多同时代的基金经理都高，他的基金的最大亏损——基金在下跌市场中经历的最严重峰谷下滑度——低于市场整体水平，而如果它实际上更具有风险性的话，则会高于市场整体水平。根据统计分析，如果他的基金比市场波动幅度更大，则我们只能说对波动幅度的理论衡量不足以说明投资环境中的风险的实际意义。鉴于基金管理业无法长期合计胜过市场，因此当例外情况确实出现时，则明显应该寻找其他的解释。然而，在这一情况下，试图将波顿基金的成功归因于好运气和时机的说法与将其归因于它的风险一样显得愚笨。证据并不支撑这样的结论。

因此，寻找波顿的成功原因留下了大量的不可预测的因素。勤奋工作和对职业的专注是他的两个更为明显的品质，然而，虽然两点都令人钦佩，但许多表现远落后于他的竞争者也都具备这两点素质。所以这两点或许能够解释他的成功，却明显证据不足。富达的分析师团队提供的知识和纪律明显是另一重要因素，这也是管理已经变得如此庞大的特殊情况基金的必要条件。没有富达为其提供的资源作后盾，波顿显然无法做到现在这一地步。然而，这也不能成为全部答案——富达的其他基金经理也享有同等的资源，却未能获得如此卓越的收益。对波顿来说，比可用资源的规模更重要的或许是，他成功地使他的支持团队准确地在他需要的时间以他需要的形式提供他需要的信息。

看起来，可能至关重要的因素是，他的富达老板们愿意给予他完全的自由，长期让他以一种几乎没有几家公司实际可能容忍的方式进行投资。持续异于市场的投资行为在本质上就必然偶尔产生业绩糟糕的表现。经验表明，投资领域的所有大型公司都不大愿意与同行做得太不一致。或许并不只是巧合，许多真正的投资大师，如巴菲特、坦普尔顿、索罗斯，无一不是在本质上属于逆向投资者，在一种可以做任何他们认为正确的事情的环境中工作，不受企业限制和委员会管理的恶劣影响。这也是为什么最优秀的基金经理经常最后建立起他们自己的基金管理或咨询公司的原因。波顿不仅为一个致力于为基金经理提供尽可能完善的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



支持的公司工作，并且作为其在伦敦任命的两名新基金经理之一，在25年中帮助其建立了英国运营的模式和方法，这些或许对波顿多年来的卓越业绩有所影响。因此，他更易于抵制离开富达和创立自己的基金公司的诱惑。

我们不得不承认，积极基金管理有点儿像职业高尔夫比赛——在这个领域，普通的球手就可以赚取丰厚的收益，但是可以每次提高竞赛水平并多年维持更高水平的真正冠军却很罕见。战胜市场是一场艰苦的竞赛，任何试图达到顶端的基金经理必须每天与一些最优秀、教育水平最高、最善于自我激励的人进行竞争。要多年在这个行业维持成功，需要极罕见的才能。虽然波顿谦虚并且真诚，但他明显拥有一种追求逆向投资模式的理想性格——专注、镇定、有思想并有些入迷，年复一年地采取与行业内所有其他人不一致的观点，这是需要勇气和忠诚来支撑的。作家约翰·特雷恩（John Train）在对现代成功职业投资者的杰出研究中指出："虽然一名职业投资者有时可以凭借一次成功的投资大发横财，但职业组合投资领域的好运气不会比国际象棋比赛多多少。这是一门技巧性很强的手艺，一周内需要做很多决定。一只大规模投资组合的基金经理不可能比国际象棋比赛选手更能通过运气或意外事件积累起最高收益。"①

任何行业都会产生一些可遇而不可求的卓越天才，所有的证据都表明波顿就是这样的人。如他自己承认的，他的业绩水平或许会在其投资生涯的剩余几年有所降低。如果真的会如此，也一点都不奇怪，特别是最近市场的一些有利条件已经帮助过他，例如中小型股重新受到欢迎，这些条件可能会发生逆转。然而，波顿作为一名选股人如此优秀，以至于即使他再经历一次1990年的那种噩梦并且他的基金一年下跌40%，而市场只下跌其一半的幅度，大部分投资于其基金的投资者仍将遥遥领先于市场。现在，只有极其可怕的转变才能摧毁他的业绩纪录和声誉——

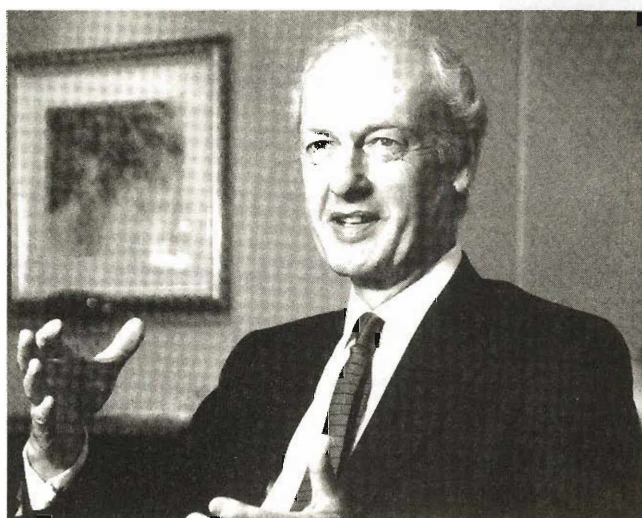
① 约翰·特雷恩，《我们时代的投资大师》（*Money Masters of Our Time*）作者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而基金行业几乎没有人认为会有这样的结果。在基金管理如此缺乏改正错误机会的行业，人们会认为你只要达到了最低的业绩数字要求的程度就可以了，但毫无疑问波顿在其退休那天仍将完整保留其作为当代最杰出的选股高手的声誉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章

致投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的教训

安东尼·波顿

投资不是一门精确的科学，而且我也没听说过哪一位成功的职业投资者不曾从许多隐藏的陷阱中吸取教训。在管理特殊情况基金的26年历程中，我有大量的时间思考成为一名成功的选股高手需要具备的比较重要的素质。以下是我的一些经验教训：

了解企业的特许经营权及其特征

企业之间的特质与持续性不大相同。了解一家企业是至关重要的，尤其要了解它的盈利方式和竞争能力。与沃伦·巴菲特一样，我的理想是找到拥有能够多年维持公司发展的高价值特许经营权的企业。我只问一个简单的问题：这家企业有多大可能性在10年后仍然存在，以及它有多大可能比现在更具价值？

理解促使企业发展的关键变量

识别影响一家企业业绩的关键变量，尤其是那些无法控制的货币、利息率和税率变化等因素，对于理解一只股票的成长动力至关重要。我想象中的一家理想企业是那种可以掌握自己命运的企业。我记得几年前遇见过一家相反类型的英国化学公司。在汇率基础上，它的事业繁荣兴盛。然而，当英国货币升值后，它变得完全不具竞争力并可能根本没有生意做了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



偏爱简单的企业

如果一家企业非常复杂，则很难看出它是否拥有可持续发展的动力。或许需要专家来识别其缺陷。产生现金流量的能力是一个非常诱人的因素，事实上，是所有因素中最有利的。所有其他因素相等的情况下，那些需要大量资金开销以维持运作的公司比不上没有这类需求的公司那么具有吸引力。曾经有一位个人股权投资专家告诉我，股市高估企业成长的价值，却低估现金流产生能力的价值。个人股权投资者们采取相反的做法。在这一衡量标准基础方面，我赞成个人股权投资者。

直接听取管理层意见

率直坦白以及不夸张是我寻找的关键管理层特质。凭我的经验，第二手信息总比不上第一手信息。这么多年来我见过来自许多不同行业的林林总总的企业，我最看重的是能听到企业的坦白以及客观的观点，即企业的优缺点（所有企业都存在）。我喜欢那些从不过分承诺，但之后持续给出稍高于他们承诺业绩的经理们。必须谨防那些夸夸其谈、漫天许诺却不大可能实现其诺言的经理。谈及至此，我赞同沃伦·巴菲特的看法，即宁愿投资于一家由普通的管理层经营的优秀企业，也不投资于一家由明星经理经营的不良企业。

不惜一切代价避开善于欺骗大众的管理层

我以前认为，一家看上去发展强劲的企业的动力甚至可以弥补其善于欺骗世人的管理层缺陷。但投资了几家事后“爆炸”的企业后，我现在完全不去碰那些无职业道德或顶风运营的企业。我认识到，即使有企业管理督察制度和外部会计师的审核，企业高管层还是有太多的方法来蒙蔽投资者的眼睛。几年前，一名意大利联络人告知我一个消息，正是出于这个原因，我一直不敢去碰帕玛拉特（Parmalat）公司。结果证明这是一条极有用的建议。如沃伦·巴菲特所说的，企图误导公众的首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



席执行官们最终也将误导他们自己。（我想，你现在已经充分意识到，我和许多其他人一样是巴菲特迷。伯克希尔·哈撒韦年度报告是一个蕴藏投资意见和金融智慧的宝库。）

比大众预知早并提前两步行动

尝试识别出当下被人忽视，却能在未来重新获得利益的股票。股市的眼光不够长远，因此，有时像下象棋一样，只要你比别人看得稍远一点就能取得优势。我想，我善于了解将来能激起投资者兴趣的情况类型，它们可以在未来一片光明。我试图寻找那些目前被市场忽略，但在我看来能够在未来重新影响投资者心理的企业。

了解资产负债表风险

如果选股者只需明白一个道理，那一定是“靠近顶端”。如果投资行为就是限制下降趋势和避开灾难，则人们必须睁大眼睛，仔细辨别，才能承担资产负债表的风险——这种风险正是我曾经做过的最糟糕的投资决策背后的最普遍因素。以我的经验看，大部分分析师都不善于评估这一风险，而且许多人根本就不分析资产负债表。除了各种形式的负债，人们必须能够分析养老基金赤字和评价几乎没有转换可能性的可赎回的可转换优先股。这两者都具有许多和常规负债一样的特征。

从广泛的来源中寻找投资意见

我喜欢来自于特定企业或行业的消息灵通人士的大量意见。你拥有的消息来源越多，能够发现成功股票的机会也就越多。那些最明显的来源并不总是最好的。我尤其喜欢未被大部分机构采用的消息。另一方面，我并没有骄傲到不吸纳竞争对手的意见，我认为他们的意见与股票经纪人的一样可以接受。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



密切关注公司内部人员的交易行为

没有任何指标是确实可靠的，然而企业董事们的交易行为却是一种有效的确认手段，特别是在进行多重交易时。买入一般比卖出更重要，而且一些董事比其他董事拥有更佳业绩。

定期反复检验你的投资要点

投资管理就是关于建立对一次投资机会的确信，然后随着时间而反复检验这种确信程度——特别是当出现新消息时。确信程度或感觉都很重要，需要得到支持。然而，一定不要将确信发展成为固执。如果证据改变了，投资者的观点也应随之改变。无论在任何时候，你都必须能够用几句话总结出你持有某家公司股票的原因。

忘记你购买股票的价格

与你支付的股价完全不相关的是心理上的感觉。如果情况改变了，你必须毫不犹豫地减少损失。一个典型的例子是德国工程集团巴高克公司（Deutsche Babcock），它涉足了许多领域，包括造船业。有一天早上，我们负责跟踪巴高克股票的分析师非常兴奋地来到我的办公室。他告诉我们，受人钦佩的、具有优秀表现的巴高克首席执行官即将离开该公司。他同时计划进行一次经营管理层融资买断巴高克最优秀的造船部门。该部门正是我们持有其股票的最重要原因。我立刻通知交易柜台售出对巴高克的全部持股，而且如果有必要则必须积极采取主动。虽然我当时损失很大，但几个月后就赚回来了。

分析过去业绩一般只是浪费时间

如果生活就是犯错误，然后从错误中学习经验，那么股市也是如此。然而，投资行为评估，详细分析一名基金经理相对于指数或基准在哪只股票或哪一行业下赌注的这种行业已经非常流行。然而，它主要涉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



及过去，而无法向你展示未来。我认识到有平衡投资授权时，有些评估是必要的，而且它也是养老基金信托人这类顾客的要求。

然而，人们过于经常地相信刚过去的事件将在未来重复。当一个人做得不好时，顾问们经常提及他过去的表现，这很少能帮得上忙，实际上还可能适得其反！投资者的性格很重要。如果你是个狂躁郁闷的人，那么别想着成为一名投资人，因为镇定对待成功和失败是很重要的。另一方面，分析你犯的错误（“我为什么错了，之前有什么预示吗?”）会使事情有所不同并且非常具有价值。

注意绝对估值

在股市非常繁荣时，投资者需要某种现状分析来防止他们被骗至买入某只股票。有时候看看绝对估值可以有所帮助。我喜欢购买预计可以在未来两年内达到单位数的市盈率，或拥有高于当下利息率的自由现金流收益的股票。如果你只看股票之间相互比较的相对估值，你将严重误入歧途。

使用技术分析作为额外指标

关于使用技术分析的内容，我可以写上整整一章（或许有一天我会这样做）。我明白，技术分析在职业投资者中激起了大量不同的观点。有些人是其热情的拥护者，还有人认为它不过是骗人的东西。我将它视为帮助我下决心的基础。技术分析结果是帮助我决定下多大赌注的要素之一，我利用它作为我肯定或否定某只股票的要素。所以，如果技术分析支持基础分析，我将买入更大的份额；反之，则只买入较小的份额。如果技术状况恶化，我也将反复审视我的基础性观点以确认没有遗失什么要点。我发现，公司的市值越大，技术分析就越有用。

防止揣测市场时机和主要的巨额赌注

我会在自己拥有竞争优势的地方下赌注。多年来，新闻报道一直在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分析把握股市时机的困难性。在过去的26年中，我有5次或6次对股市的趋势有强烈的感觉。最近，我有此感觉的次数越来越频繁（2003年3月的牛市行情和2006年3月的熊市行情）——或许是我变老了吧！即使是那种时候，我也不会把整只基金赌在一个观点上。或许，在我决定购买同一行业的两只股票中的一只时，我会大量投入。这种时候，宏观的因素或许将决定我购买哪一只（比如，其中一只从坚挺的美元中受益，而另一只却没有）。

作为一名逆向投资者

当你觉得一次投资行为让你“心里非常舒适”时，你这个决定大概已经做晚了。进行与众不同的投资吧！当股价上涨时，避免过于看涨；当几乎所有人对前景都不乐观时，他们可能错了，前景会越来越好；当几乎没有人担忧时，就是该谨慎小心的时候了。我发现我最能帮助一些稍微缺乏经验的同事时是在他们对市场极度乐观或者极度悲观时。在这种时候，我会提醒他们，股市是一个极好的贴现机制。等到每个人都担心一件什么事情时，那一般主要是价格问题。投资者们需要被时常提醒，市场就是这么运作的。

寻找下一个波顿

乔纳森·戴维斯

投资者们亲自动手选股是技术上和情感上的双重挑战，而购买一只投资基金，长久以来一直被看做是选股方便有效的替代品。对大多数个人投资者而言，挑选一名优秀的基金经理实际上比他们亲自动手选股更能有效地节约时间和精力。持有基金的明显实用优势，是其方便性、简单化和固定的多样化，这可以解释为什么英国的单位信托和开放式投资企业能成长至今天的大约3 500亿英镑的规模。对更富有的投资者而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



言，持有基金可以将资本增值税变为实收净收益，这是一个特别有价值的优势。

基金同时为投资者们提供了投资于很难直接投资的海外市场的简单方法。随着投资行业全球化程度以及精细程度的日益加强，投资者可利用的机会范围也日益拓宽。无论你对风险的胃口如何，你可以确信，总会在某处有一只基金符合你的需求。据一个被反复引用的统计数据显示，在英国，可供选择的基金数目多于挂牌股票的数目。你完全不用担心缺乏选择的问题。

因此，基金投资者们看重的不是基金的概念是否明智合理，而是他们实际上能否成功地提前认识到谁是具有真正价值的基金。单单从超过3 000只在英国注册的基金中做出选择，就已经不是件容易的事情了。在现实中寻找到这个世界上如安东尼·波顿这种最优秀的基金经理人比理论上更难。当你考虑到收费并注意到了一般基金的令人失望的长期收益之后，持有基金的理论优势可以很容易地变为令人失望的平庸之谈。积极和消极管理型基金均是如此。

例如，美国的具有划时代意义的研究发现，在20世纪80年代和90年代的大牛市期间，一般股权基金的表现落后于美国的股市基准——标准普尔500指数每年2%~3%之间的比率。也就是说，大部分基金未能经受住市场的考验，销售与管理的高收费是一个重要促成因素。更加令人失望的是，一般的基金投资者甚至不能获得普通基金的标准收益，低了相当大一截。这个研究显示，基金投资者由于未能从出售的基金中挑选出正确的基金，而将整体基金领域的缺陷扩大。造成这种糟糕后果的最重要的原因在于投资者信赖近期的基金业绩，将其作为首要选择标准，而不是基于对基金经理是否具有在未来表现良好的能力的合理评估（许多基金投资者根据投资顾问的意见购买基金，这一研究结果反映了这些投资顾问的糟糕水准）。我们没有理由相信英国的经验会有太大的不同。事实上，2002年由英国财政部委托进行的官方研究报告——《桑德勒报告》（*Sandler Report*）直截了当地总结说："投资决策（指个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人投资市场）看上去并没有有效发挥效能。"

那么，基金投资者们可以从富达特殊情况基金的丰功伟绩中学到什么经验呢？以下列出了十几个从个人经验中学习到的要点，或许有利于你去芜存菁。

坚持现实主义和实用主义

基金可以为你做许多事情，只要你不让它们做一些实际上不可能做到的事。富达特殊情况基金之所以能取得如此突出的业绩的原因之一就在于，它创立时的特定目标是为了给投资大众提供一种不同于跟踪市场的股权基金。这只积极寻求风险的基金由于其投资经理的卓越才能而运作成功。有着相同业绩目标而其掌舵人才能与波顿相比较差的基金，或者有着更多限制性投资任务的基金，永远不能获得如此优秀的收益。基金在全面投资战略中扮演特定角色时才能有最为优秀的表现。

理解你的投资对象

这一观点或许看上去极其肤浅，然而，未能完全理解你购买的基金的性质可能是基金投资者们（以及信誉度差的投资顾问们）日复一日所犯的最大错误。所有基金购买者考察基金的要点应是：该基金的投资模式和投资策略如何？它的风险多大（以许多的衡量标准为基础）？该基金经理的投资经验和以往业绩怎么样？基金的收费相对于它的投资目标而言是否合理？在同一领域内是否有与之相当（或更为优秀）的替代选择？如果提前做好了这些功课，你就不会对任何基金后来的业绩表现感到吃惊。

明确波动幅度

波动幅度是衡量你所投资的基金逐日或逐月风险程度的标准方法。波动幅度很大的基金将考验你作为一名基金经理的忠诚度，因为它们的表现将不可避免地时常落后于市场水平。但不要将波动幅度与绝对投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



风险混淆了。特殊情况基金保持5年或7年期间持续打败市场并几乎很少比其基准指数亏损更多，但人们将其描述为高风险的基金，这完全扭曲了这些话的意思。在投资前，应关注许多风险衡量标准，并在超过一个时间段的时期内观察。请记住沃伦·巴菲特的至理名言：投资行为的最大风险在于投资者不了解自己正在做的事情。

持续一致性很重要

不存在可以年复一年打败市场的基金（如果有人向你推荐一只宣称可以做到此业绩的基金时，就要小心了）。然而，虽然很罕见，但的确存在可以在更长的时期内持续获得打败市场的风险调整后的收益，并且在任何基金投资组合中都非常有价值的基金，例如特殊情况基金。如果你能够发现这类持续战胜市场的投资者，一定要珍惜。

复合增长是基金长期成功的关键

由于能够将资本收益变为潜在投资，因此基金使投资者享有因复合增长而带来的令人惊叹的全部收益，特别是当他们的移交是完全集中于产生资本收益，而不是收入时。以富达特殊情况基金为例，它以每年超过股市6%的业绩，在27年内将7 500英镑增加为100万英镑——与股市在同期内产生的23万英镑有着天壤之别。大部分的基金，从其性质和提前支付的高成本来看，适合于被购买并持有，而不是用于交易。

表现低于市场水平时可能是一个买入机会

如果你发现了一名如安东尼·波顿一般的杰出基金经理人，当他最近的业绩落后于市场时，永远不要假定他已经迷失方向。如果报纸开始对其基金的不良业绩进行揣测，那反而更好。假设其基金的投资行为与之前保持一致——往往如此，这将是一个买入的机会，而非卖出时机。就如1998年的特殊情况基金，那时许多由价值投资者管理的基金都衰退至业绩排行榜底端。逆向投资同样适用于基金投资者！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



基金供应者非常重要

一般而言，私营基金管理公司会比国有公司产生更好的收益；专业投资管理公司会比资产管理仅仅是许多经营部门之一的公司拥有更多最佳业绩表现的基金。除了一些值得敬佩的例子外，生命公司以及大型银行出售的基金的价值比不上那些专业公司出售的。理解行业规则和基金供应者的企业文化对于基金的实际获得收益的能力至关重要。可惜，很少有基金供应者能拥有如富达一般的对调研的忠诚度，以及长期的成功业绩。

“流言飞语”是无价的

许多网站都提供基金评级服务，为投资者提供挑选基金的有利筛选工具。基金评级无法保障基金未来的业绩，但可以帮助你发现性质恶劣的基金。除了广泛阅读全国性经济类出版物外，不要畏惧参与投资经理菲尔·菲舍尔（Phil Fisher）所称的行业“流言飞语”：四处打听，寻找出其他职业人对其评价最高的基金经理。查证一下你投资的基金的经理人在其投资组合中持有的基金。去参加基金与其投资信托等价物的年会并观察基金经理的表现。当我在 10 年前寻找可纳入我的书中的杰出职业投资者时，与我交谈过的所有专家都推荐的人只有两位：安东尼·波顿与尼斯·陶布。

实事求是地对待以往业绩表现

以往业绩数据并不是没有用处，它可以使你看清楚不同的基金在市场不同阶段的表现。然而，一只基金位于当前业绩排行榜的顶端，不能成为你购买它的唯一理由。近期基金业绩表现的最大影响往往与变化着的投资模式和资产类别业绩表现相关，而与基金的内在优点无关。当石油价格翻倍时，能源和商品基金将表现卓越，而采取高风险战略并融资的基金投资者们应当寻求的是在更长时间内，并在贯穿于市场周期的不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



同阶段持续表现优于相关基准的基金，正如特殊情况基金表现的那样。

你不能完全依赖相对业绩表现

在基金管理这类以销售为导向的行业，每只基金在其供应商眼中都是潜在的成功者，他们广泛且定期地大力宣传一只基金相对于其同类表现得多么优秀，但明智的投资者都持怀疑态度看待这些宣传。虽然比较基金业绩可以帮助评估一位基金经理的能力，但投资者最看重的是他们实际可以赚多少钱。特殊情况基金或许在短期业绩比较中有时表现不良，但它的绝对收益却无人可比，而这才是最重要的。

积极型与被动型基金都有用处

富达特殊情况基金是一只积极管理型基金，可称得上是英国的最佳基金。但那并不意味着你选择的基金都必须是积极型的。哪一种投资方法才是优秀的是无关紧要的话题。虽然选择两种基金类型需要不同的挑选标准，但两者各有用处。一种常识性的策略是采用已确定的基金供应商提供的低成本指数型基金作为核心股权市场投资，然后添加一两只经过仔细筛选的积极管理型基金，如特殊情况基金，从而为你的投资组合提高成功率。优秀的基金或许会很难发掘，但一只扣除成本后可以提供每年超过市场水平2%的基金，一旦开始复合成长，将获得非常不错的盈利。

互联网是你的好助手

如果你愿意亲自研究一下基金，希望能够寻找到下一个安东尼·波顿，那么互联网将能够满足你的需求。以下 12 个网站将对你的研究有所帮助（大部分网站要求注册，有些部分可能收取服务费，除非你是其公司现有客户）：

www. funds – sp. com

www. citywire. co. uk

www. morningstar. co. uk

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



www. reuters. co. uk

www. trustnet. co. uk

www. fundsnetwork. co. uk

www. styleresearch. com

www. indexinvestor. com

www. ft. com

www. hargreaveslansdown. com

www. bestinvest. com

www. independent – investor. com

基金经理的性格和管理的完整程度很重要

这一点在引论部分提及过，它来源于一位睿智且富有经验的美国投资顾问——查理·伊利斯。私人投资者很难了解经理人的性格（虽然传言可以有所帮助），然而，你必须清楚，这是决定一只基金是否值得购买的最重要的衡量标准。很少有基金经理人实际拥有安东尼·波顿的工作专注度和忠诚度：他在超过25年的时期内管理同一基金，而英国一半基金的经理管理时间不足5年。在长期的职业生涯中，忠诚度和声誉比新颖度和朝气更有价值。

继续寻找最优秀的基金

关于基金业绩的合计数据并不特别激励人心：所有的管理型基金中，少于一半的基金能够在5年或更长期间内战胜市场。而且，那些跑赢大盘的基金的业绩常常与它们承担的风险成正比。然而，寻找一只可以在任意10年内产生相当于股市4倍收益的基金并非不可能的事情，因为特殊情况基金做到了。你应该持有一只盈利可以弥补仅有的几次亏损的基金。在投资之前，花时间对基金进行调研将得到高于所付出努力许多倍的回报。只是，不要期望短时间内再出现大量的安东尼·波顿，他太稀有了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附　录

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录1　富达特殊情况基金：业绩记录

关于富达特殊情况基金

富达特殊情况基金发行于1979年12月，并于1980年1月完成其第一个财年的销售。该基金现今的规模大约相当于发行时的2 000倍。1984年，基金的净资产总值低于1 000万英镑；1987年，其净资产总值首次超过1亿英镑；1995年首次超过5亿英镑；1998年首次超过10亿英镑。之后5年，其净资产总值翻了两倍，达到30亿英镑，并于2006年早期再次翻了两倍，超过60亿英镑。直到富达特殊情况基金于2006年9月被分拆，它在英国注册销售的单位信托和开放式投资2 800强中排名为最大单只单位信托。英国投资经理协会（Investment Managers Association）将其归类于英国所有公司板块。为了拥有被归于这一板块的资格，基金必须将其80%甚至更大比例的资产投资于英国证券，并将资本成长作为其首要目标。2006年6月30日，这一类别包含304只基金。

这只基金的规模成长来源于两个方面：（1）投资者投资的资金数额；（2）波顿作为基金经理管理的投资业绩。基金的净资产总值是扣除管理基金以及将其推销给投资者引起的费用后计算得来的。富达特殊情况基金是一只积累基金，与收入基金不同。也就是说，它不支付任何股利，而是将其保留并将基金的所有投资收益进行再投资。因此，投资者获得的收益全部都产生于资本收益的形式，投资者只能通过售出其持有基金实现其投资收益。[①]

富达特殊情况基金的投资者每年支付1.5%的年管理费用。特殊情

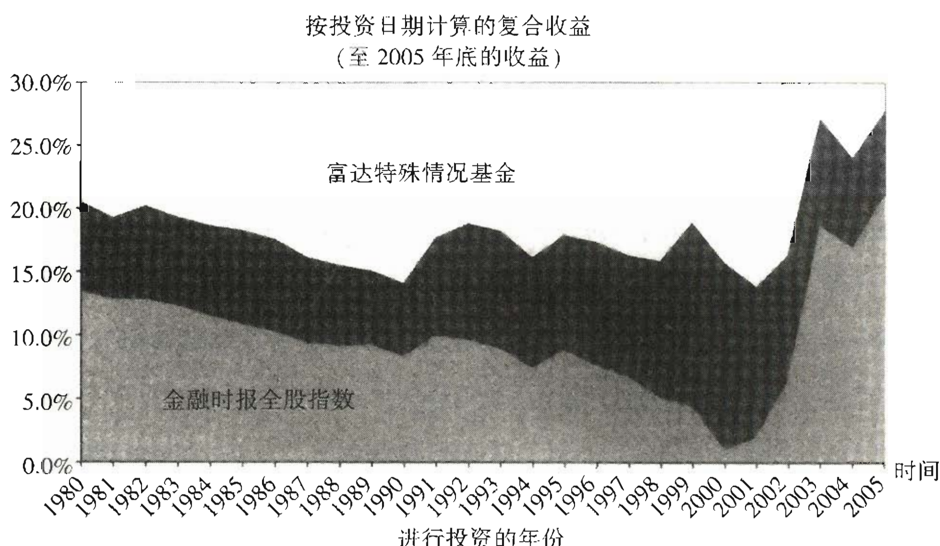
---

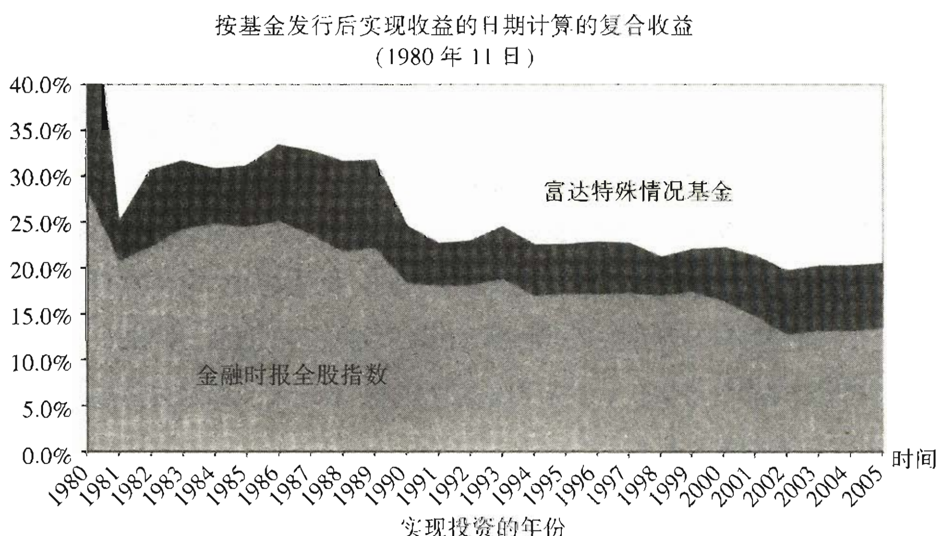
① 为了表述精确，特殊情况信托——特殊情况基金的最初名称，在其开始5年时间内确实支付相当于低于基金净资产价值1%的小额股利，但是于1985年8月放弃了这一操作方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



况基金最初征收的管理费用为0.75%，1982年上升至每年1%，1988年至1.5%——也就是现在的水平。富达需要用这笔费用支付管理基金的大部分费用，包括支付安东尼·波顿和他的分析师同事的薪水、其他一般管理费用及其支付给向其客户引荐基金的中间商的佣金。

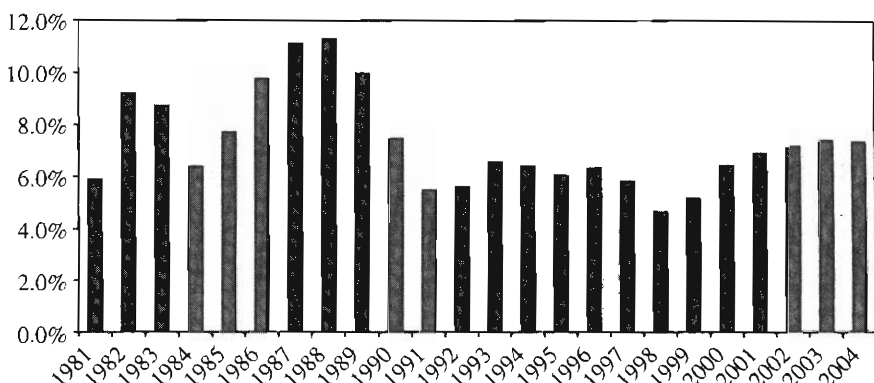




附录图1-1　对投资者的回报：不同时期的复合收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





附录图 1-1 对投资者的回报：不同时期的复合收益率（续）

富达特殊情况基金在大部分时间中收取 5.0% 的初期费用，或者说是购买成本。在实际操作中，这里的一部分通过独立理财顾问及其他中间商给予投资者一定折扣。2006 年，富达预计将收到支付给波顿管理的基金的 9 000 万英镑管理费用。据保守估计，特殊情况基金自从发行后总计收取了 4 亿英镑的管理费用，这使其可能成为英国基金历史上单只最成功的基金。

该基金发行初期的单位持有人数量只有几千人，之后增长至顶峰期的超过 25 万人。自 2001 年起，投资者数量大约翻了一番。截至 2005 年底，每位投资者的平均持有规模大略为 1997 年的 4 倍。基金持有的股票数量成长至与其规模同步发展。持股数量曾增长至大约 200 只股票，与 1979 年的 30 只及 1982 年的 60 只相比，虽然 2006 年其数量减少至大约 150 只，但其平均持股额从 1982 年的大约 75 000 英镑成长了 20 倍，至 2000 年的 1 500 万英镑。

英国现存 300 只单位信托拥有超过 20 年的历史。其中，只有 53 只仅仅或主要投资于英国股票市场。绝对地说，富达特殊情况基金取得的 20 年收益比英国第二大股权单位信托的两倍还多。（2003 年是 2 615%，相比之下，第二大基金为 1 241%，英国现存股权单位信托的平均收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为696%）。

对于一名真正拥有长远目光的投资者来说（此处假定为10年），该基金落后于市场的唯一时期是，于1997年底至2000年初售出他已持有10年的基金时。在这一基础上，购买这只基金的最糟糕的一个月是1987年9月，那个月之后的10月发生了惨烈的股市大崩盘。波顿解释说，在那个时候，基金在那一年内已经上升了90%，某种形式的修正是不可避免的。

在1999年12月31日当天开始投资该基金的投资者获得了基金最高复合收益率。他们在那4年后将获得11.7%的复合收益率，那个时期中金融时报全股指数的相应数据为每年-6.6%。在1988年12月31日进行投资的投资者经历了最低相对复合收益率。他们在2003年底的收益为13.8%，而金融时报全股指数为9.3%。

复合收益率

附录表1-1从一种不同的角度反映了复合收益率数据。该表并不能显示自不同投资日期起的收益率，而是显示自基金发行后的所有后继年份的收益率。换句话说，它反映了从最开始就购买基金的投资者在发行日期至今之间的某个时间内实现的投资收益。

虽然绝对收益低于其他基金，但富达特殊情况基金一直保持着比市场以及其同类基金更高的收益。在2003年之前的20年中，富达特殊情况基金获得收益的百分比达到金融时报全股指数的3.5倍、英国股权板块平均单位信托的3.8倍。基金在过去10年中超过指数和板块中平均基金的比率实际上是一致的（3.5倍和3.8倍）。

更加详细地分析这两个序列不难发现，波顿超过金融时报全股指数的差额水平在过去几年中不断增长。附录表1-1显示了富达特殊情况基金的复合收益率与市场指数的差异，差异范围从4.5%（最低差异额）到12%以上（最高差异额），这取决于起点日期的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录表 1－1 富达特殊情况基金年复合收益率

每年收益

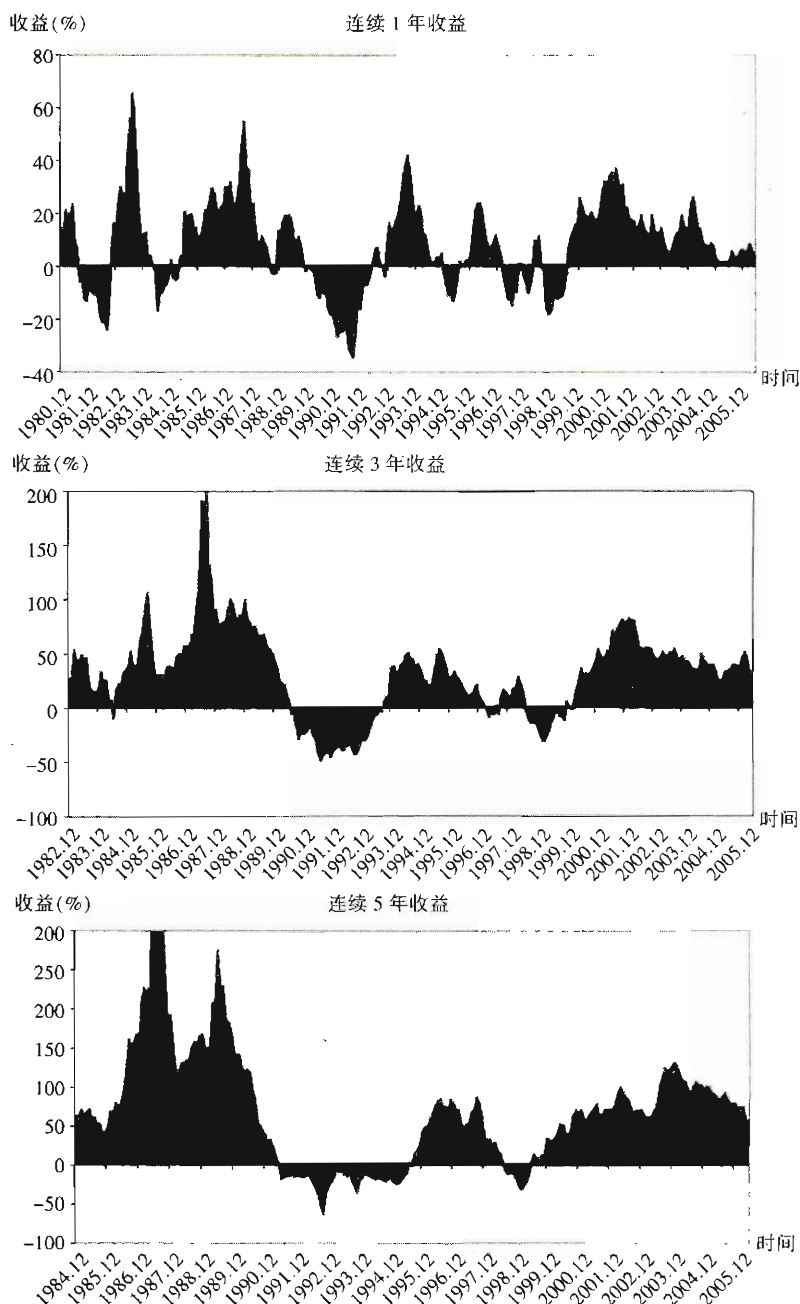
1979 年发行起

基金销售时间	基金	市场	同类基金	基金购买时间	基金	市场	同类基金
1980.12	58.0%	32.9%	28.2%	1979.12	20.4%	13.8%	13.3%
1981.12	24.7%	21.9%	20.5%	1980.12	19.1%	13.1%	12.7%
1982.12	30.5%	23.6%	22.1%	1981.12	20.1%	13.2%	12.7%
1983.12	31.5%	24.5%	24.1%	1982.12	19.2%	12.6%	12.2%
1984.12	30.6%	25.6%	24.7%	1983.12	18.5%	12.0%	11.4%
1985.12	31.0%	24.4%	24.3%	1984.12	18.1%	11.2%	10.7%
1986.12	33.3%	24.6%	24.9%	1985.12	17.4%	10.8%	10.2%
1987.12	32.6%	22.3%	23.4%	1986.12	16.0%	10.1%	9.3%
1988.12	31.5%	20.9%	21.6%	1987.12	15.4%	10.2%	9.0%
1989.12	31.6%	22.2%	22.0%	1988.12	14.9%	10.2%	9.1%
1990.12	24.5%	18.7%	18.2%	1989.12	13.9%	8.9%	8.2%
1991.12	22.5%	18.8%	17.9%	1990.12	17.5%	10.3%	9.8%
1992.12	22.8%	18.1%	17.9%	1991.12	18.7%	9.7%	9.5%
1993.12	24.4%	19.4%	18.7%	1992.12	18.1%	9.0%	8.8%
1994.12	22.4%	17.5%	16.8%	1993.12	16.0%	7.6%	7.3%
1995.12	22.5%	17.8%	17.0%	1994.12	17.8%	9.0%	8.7%
1996.12	22.7%	17.7%	17.0%	1995.12	17.2%	7.8%	7.5%
1997.12	22.6%	18.0%	17.2%	1996.12	16.2%	6.9%	6.6%
1998.12	21.0%	17.7%	16.8%	1997.12	15.7%	5.1%	5.0%
1999.12	21.9%	18.0%	17.3%	1998.12	18.7%	3.9%	4.2%
2000.12	22.1%	16.8%	16.2%	1999.12	15.6%	0.8%	0.8%
2001.12	21.2%	15.2%	14.6%	2000.12	13.7%	2.2%	1.9%
2002.12	19.6%	13.2%	12.6%	2001.12	16.3%	6.5%	6.3%
2003.12	20.1%	13.5%	13.0%	2002.12	27.0%	18.5%	18.5%
2004.12	20.1%	13.5%	13.0%	2003.12	23.9%	17.3%	16.8%
2005.12	20.4%	13.8%	13.3%	2004.12	27.6%	22.0%	20.9%

资料来源：富达国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





附录图1-2 1年、3年和5年的收益差异：
富达特殊情况基金 VS. 金融时报全股指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



购买并持有基金的最佳及最坏年份

从绝对角度来说，购买富达特殊情况基金的最佳年份是在其发行当年。然而，之后还是有大量的购买该基金并获得大额回报的机会。该基金相对业绩最差的两个时间段是 1990 ~ 1991 年经济衰退期——基金连续几个季度业绩不良，还有 20 世纪 90 年代末期——波顿的价值投资模式与股市热衷的方向背道而驰。其实，在后面的那个时期，基金连续获得强劲收益：只是它的业绩相比于股市显得比较弱。这些表现不佳的时期是购买基金的最佳年份。

这只基金自发行后业绩表现最好的 10 年是其最初 10 年，它那时的规模比现在小很多，战胜市场的潜力按比例算也更大。自 1989 年 12 月发行后，基金以 31.6% 的复合率成长，相比之下股市为 22.2%。

基金发展历程中的头 10 年战胜市场的水平是其之后成为规模庞大的著名基金的共同特质。在其最初的几年内，基金资产低于 1 千万英镑，其投资组合集中于更少数目的更小型股票。在这样的情况下，一名寻求风险的投资经理更易于战胜全股指数这类宽泛的市场指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录2 基金分析师如何看待安东尼·波顿及其管理下的基金

一、WM公司调研总监阿拉斯泰尔·麦克杜格尔（Alastair Mac Dougall）的研究报告

引论

在此部分中，我们以自己的业绩衡量标准，分析富达特殊情况基金的业绩特征。安东尼·波顿自1979年12月该基金发行后就一直管理这只基金。

在接下来的内容中，为了明确富达特殊情况基金的业绩水平和它如何获得业绩收益，我们参照其板块中的同类基金（“所有公司”板块）和金融时报全股指数（英国股票的大盘指数）评估它的业绩。

基金属于何种类型？

富达说过，该基金的管理方式比大部分其他英国基金更积极，其投资目的是为投资者提供长期资本成长。波顿是一名选股经理，不同于依据主体投资策略的经理。该基金特别偏好投资中小型股。它现在的价值大约为35亿英镑，持有大约190只股票。

风险有多高？

投资于股权证券的决定使投资者必须承受市场风险。接下来要做的决定是，承担多大的积极风险呢？不希望承担积极风险的投资者将投资于一只跟踪基金（tracker fund），至于跟踪何种指标则取决于投资者对市场的定义。其他所有的投资者将承担不同程度的积极风险：基金越是积极管理，其积极风险便越高。

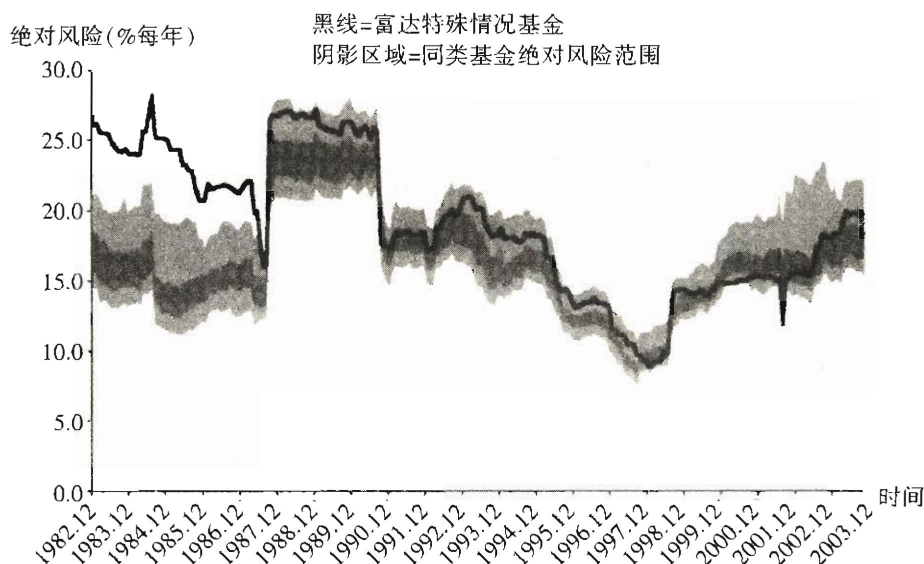
很明显，一旦指定一名积极管理型的经理人，投资者便需要寻求真正的积极性管理，而不是投资所谓的封闭式指数化管理（closet indexing）基金——其基金经理仅仅承担相对市场指数不大的风险，却期望

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



（并获得）积极报酬。鉴于富达自己描述其特殊情况基金为积极主动型，那么它多年来的风险到底有多大呢？

我们可以通过计算基金的绝对波动率来评估市场风险。附录图 2－1 显示了特殊情况基金和它的同类基金在开始发行后的连续三年内的绝对波动率。粗黑线条指特殊情况基金。灰色区域显示的是其同类基金的结果。深灰色阴影区域包括了绝对风险的同类基金的中间 50% 的区域。浅灰色阴影包括同类基金的第 5～95 百分点区域的绝对风险。通过比较黑线条和阴影区域，我们就可能确定基金相对于其同类基金所承担的风险大小。



附录图 2－1　英国所有公司板块的信托基金在三年期内的绝对风险范围

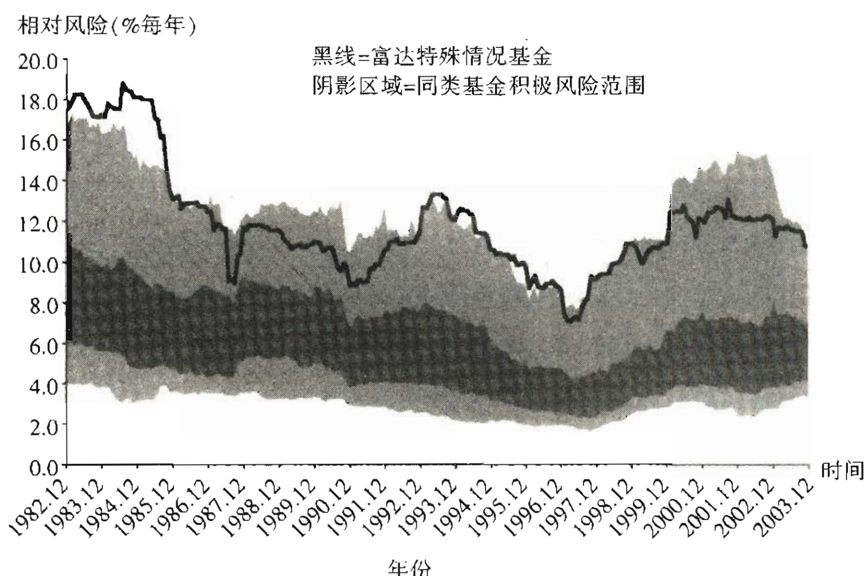
富达特殊情况基金的绝对风险除了在最初一段时间内稍微高些以外，它一直与标准普尔所有公司板块的其他基金相近。

然而，在积极风险方面，结论就大不相同。附录图 2－2 显示的积极风险是定义为标准普尔所有公司板块中的基金的相对收益标准偏差。所有的基金收益都被拿来与金融时报全股指数进行比较，以求计算相对收益。

富达特殊情况基金自进入市场后几乎持续以比所有同类基金相对指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





附录图 2－2　英国所有公司板块的信托基金在三年期内的积极风险范围

数高得多的风险进行管理。自 1980 年后，平均三年积极风险达每年 11.9%。因此，特殊情况基金是基于与大部分同类基金极其不同的方式进行管理。按定义来讲，管理一只全股指数跟踪型基金的积极风险接近于零。因此，投资者必定认为特殊情况基金的业绩表现会与其大部分竞争者或者市场非常不同（要么好处很多，要么非常糟糕）。

该基金如何进行投资？

在说明特殊情况基金与它的大部分同类基金风格迥异之后，我们可以采用基于收益的模式进一步深入分析考察安东尼的投资方法。回想起来，富达将特殊情况基金的特征描述为采用自下而上的方式、偏重英国中小型股的基金。

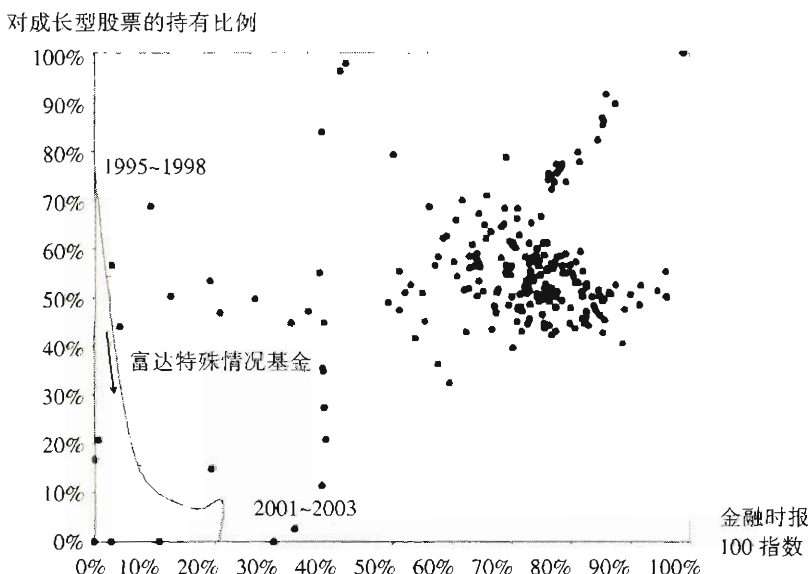
基于收益的模式分析方法采用一种多重回归方式提供关于一只信托基金投资对象的强烈指标。因此，它提供了一种方法，让我们比较一名基金经理言行是否一致。这一分析将最能代表收益的指数收益进行组合来分析基金业绩的来源。换句话说，这一分析方法是以整体股市的某些次级指数的加权平均报酬率，作为该基金绩效的代表。在下面的分析中，我们从两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个方面考虑特殊情况基金的投资模式，并利用以下分布图加以说明。

在附录图 2－3 中，纵轴代表投资于成长股或是价值股的部位，横轴代表基金投资内容偏向或偏离金融时报 100 指数的程度。附录图 2－4 则采用了自 1995 年至 2003 年的 9 年数据的投资分布图。1995 年，《金融时报》推出了代表成长型与价值型投资方式的金融时报 350 指数。虽然没有指数可以使我们推断富达特殊情况基金内小型公司持股的价值或成长型投资偏好，但是上述两项指数却使我们能够推断出该基金的大中型持股的投资偏好。



附录图 2－3 英国所有公司板块基金的投资分布图（1995～2003 年）

我们利用强弱式基金追踪机制检视了富达特殊情况基金 9 年业绩创造出的 7 个 3 年期间的投资风格，结果显示出富达特别情况基金多年来的演变规律。在这一期间内，该基金从少量投资于金融时报 100 指数成分股的成长型投资偏好，转变为较偏重价值型投资的基金，并将 20%～25% 的资金投资于大型股。①

图中的黑点代表该基金的 35 只历时最久的竞争基金。为了便于说明，

① 需要注意的是，安东尼·波顿质疑“成长投资偏好”的说法，他认为这容易令人误解。

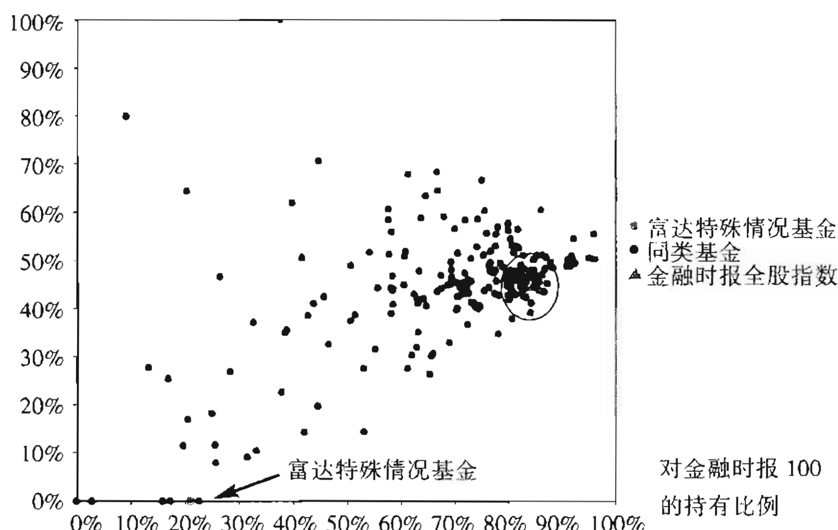
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图中并未包括其同类基金的表现，但是有两个方面还是值得注意：

- 黑点的群聚现象说明，其中许多基金的风格比特殊情况基金投资模式更加一致。
- 大部分同类基金的投资模式广泛集中于大型股，辅以平衡投资于成长和价值型股票——换句话说，它们看上去与大盘非常接近。相比之下，富达特殊情况基金看上去完全不同。

为了增加可供比较的基金数量，我们只采用过去三年的数据，重新绘制了投资分布图（附录图2-4）。这个分析将富达与220只同类基金进行了比较。从中可以识别出许多偏好相似的基金，但是许多基金仍然保持着主要基于市场的投资方法——投资分布图中的这个区域潜伏着指数跟踪基金——这种前景无法打动积极主动的投资者们。



附录图2-4　英国所有公司板块基金的投资分布图（2000~2003年）

此种投资模式分析非常有用，因为有着持续投资模式偏见的基金不可能获得持续一致的业绩水平。持续战胜市场的业绩水平是积极管理型基金难以实现的远大理想。只有那些针对变化的市场条件做出相应正确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

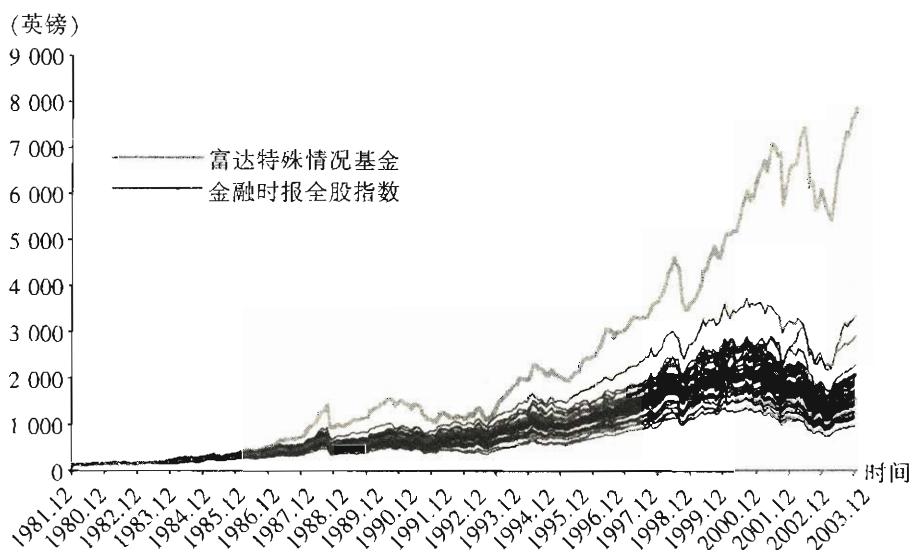


反应的投资者才能够获得持续的良好业绩。

基金收益率

在英国证券市场中，富达特殊情况基金以其投资模式偏好和长期以来积极管理的高水平，被确认为是风险最大的基金之一。该基金积极主动地承担风险，是为了替投资者产生长期的资本成长，大大超出被动投资或其他积极管理型的基金能够获得的资本成长。富达特殊情况基金到底有多成功呢？

下图显示了富达特殊情况基金发行时 100 英镑投资的价值增长。我们将其与以相同金额投资金融时报全股指数和标准普尔所有公司板块中 35 只富达的长期竞争基金的价值增长进行比较。



附录图 2－5　1980 年初投资 100 英镑的价值增长情况

富达特殊情况基金展现的结果令人印象深刻。投资于它的 100 英镑至 2003 年底期间增长至 7 500 英镑有余，年收益率为 19.9%；而市场只有 13.5% 的年收益率；大部分的竞争基金都呈现落后于市场的业绩水平。

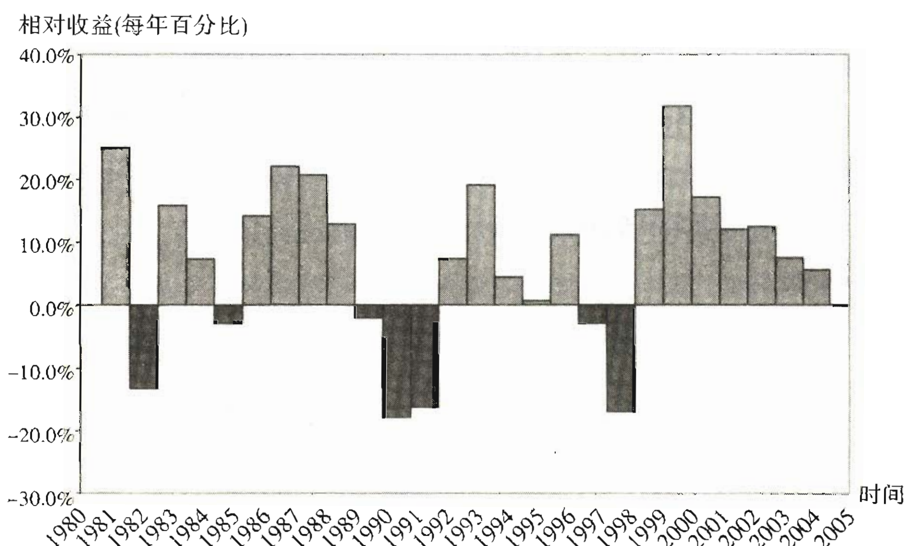
当然，使用累计业绩数据或许会高度歪曲事实，这使得基金经理（以及粗心大意的独立理财顾问）得以由于一只基金在孤立年份的良好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业绩而为自己宣扬其代表比如 1 年、3 年、5 年和 10 年期间的业绩表现。

评估年度和连续期间的基金业绩，可以确保这些“点”不会歪曲基金的业绩状况，并且可以确定其业绩趋势（或者说是周期）。下图呈现了富达特殊情况基金 1980～2005 年相对于金融时报全股指数的每年收益。



附录图 2-6　自 1980 年起，富达特殊情况基金相对于金融时报全股指数的年相对收益

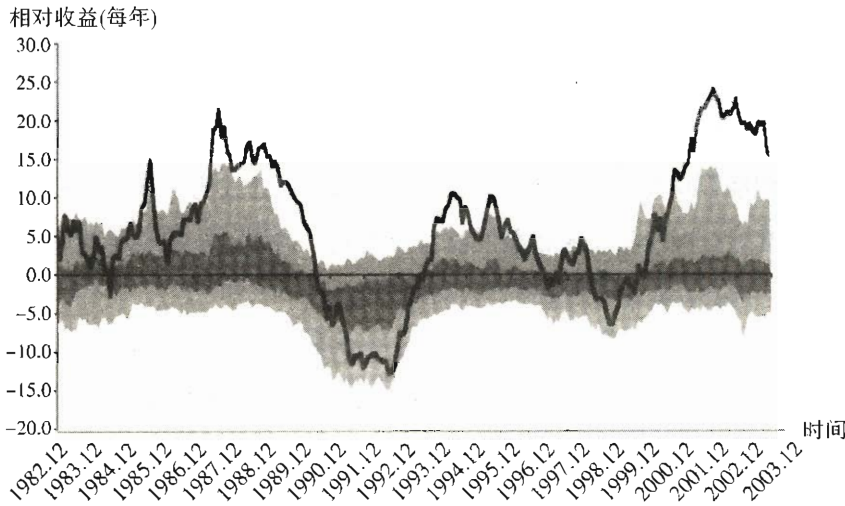
从图中显示的 26 年的数据中可以看出，富达特殊情况基金有 19 年表现优于大盘。在前面，我们说过基于该基金的风险状况，投资人会预计其表现与大盘有巨大差异。这一点可以从图表中得到证实：该基金领先大盘或落后大盘水平超过 10% 的年份有 17 年。

附录图 2-7 显示了该基金在连续三年期间的业绩表现，再次以金融时报全股指数和标准普尔所有公司板块为对照。

富达特殊情况基金一直相当持续地保持着顶端业绩。在近期大部分的时期（包括熊市）内，它的相对业绩一直特别强劲。在其业绩记录中，唯一一个重要的不良相对业绩期发生于 20 世纪 90 年代初期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





附录图 2－7　英国所有公司板块的三年期之相对业绩差距

持续一致性以及风险调整后的业绩

业绩的持续一致性是积极型管理的关键成功要素。投资于一只投资模式有着强烈偏好的基金，可能会出现高度循环的业绩，而且往往会自然地（但我们认为那是被误导的）试图转换基金。

如附录表 2－1 所示，富达特殊情况基金的业绩一直保持高度的持续一致性，除了 1989～1991 年这一期间例外，它一直处于所有离散三年期间的前 25%。

附录表 2－1　离散三年期的基金持续性

年份	排名位于第几个四分位区域	排名（名次/评比总数）	年份	资讯比率
1980～1982	1	5（58）	1980～1982	0.27
1983～1985	1	8（58）	1983～1985	0.33
1986～1988	1	1（94）	1986～1988	1.42
1989～1991	4	87（94）	1989～1991	－1.15
1992～1994	1	3（154）	1992～1994	0.82
1995～1997	1	12（154）	1995～1997	0.25
1998～2000	1	10（128）	1998～2000	0.71
2001～2003	1	2（128）	2001～2003	1.40

资料来源：WM 公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们已经证明，该基金风险较高，然而其承担风险的做法却换来了卓越、强劲以及持续一致的业绩回报。我们可以通过资讯比率这一单一绩效评估工具，组合计算该基金相对于市场的收益和风险。这个方法可以衡量积极管理提供的附加价值的品质。其计算公式为：基金的积极风险除以其对金融时报全股指数的收益。因此，当资讯比率为 1 时，意味着每 1% 的积极风险被转换为 1% 的额外收益。

资讯比率经常被视为对投资经理技巧的衡量方法，因为它反映了积极风险转换为超额收益的程度。资讯比率越高，投资经理越被看做技巧高超。在上面的图表中，我们呈现了富达特殊情况基金在各个三年期期间内的资讯比率。

该基金的资讯比率值在图表显示的时期内变化很大。为了给这些比率提供一些参考背景，以下两点需要注意：

- 对于股市中的平均职业管理基金，资讯比率在扣除成本后是负值。因为经理们总计仅仅可以获得市场指数的业绩水平，在这其中，他们的费用被扣除了。
- 对近期表现出色的机构投资经理而言，0.5 的资讯比率足以令其心满意足。

结论

作为一名基金经理，安东尼·波顿自基金发行以后，沿用一种高度积极的、不同于标准普尔所有公司板块基金的投资方法，获得了意义非常重大且持续战胜市场水平的业绩。鉴于它现在的资产规模已超过 35 亿英镑并且持有近 200 只的股票，它的业绩成就可谓非常卓越。

如要继续保持业绩水平将面临两个主要的障碍。首先，当基金的资产基数增长，并且如果它仍然主要投资于英国股票，那么它能否继续战胜市场？其次，此基金与安东尼·波顿的联系如此紧密，其继任经理有多大可能性能够维持其业绩水平？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、Hargreaves Lansdown 公司基金经理李·古德哈斯的研究报告

研究方法

我们的方法是，以许多不同风格指数为基础，衡量所有我们打算投资或者推荐给客户的基金的业绩。我们采用内部开发的电脑程序——它为我们提供了一种有效工具，让我们可以区分那些当特定投资模式良好时，其基金也运作良好的基金经理，和那些真正通过自己的选股技巧增加基金价值的经理。两种风格的基金都各有千秋——一只跟踪持续的市场模式的基金有时候或许会具有价值，但我们真正感兴趣的是找到具有持续选股能力的基金经理，他们才是罕见的人才。

对于英国所有公司板块的基金（富达特殊情况基金也属于该板块），我们会观察金融时报全股指数的资本收益以及大量投资模式指数的类似单月数据。这种做法告诉我们，基金由于具有某种特定的著名投资模式因素，例如市值和“价值”对“成长”（在后种情况中，作为高低收益股票的相对业绩的代表），而可预计的收益大小。我们接着会检视，富达特殊情况基金的实际收益与在投资模式基础上可预计的收益进行比较的结果如何。作为粗略的近似值，这两种收益的区别可归功于基金经理的选股能力。

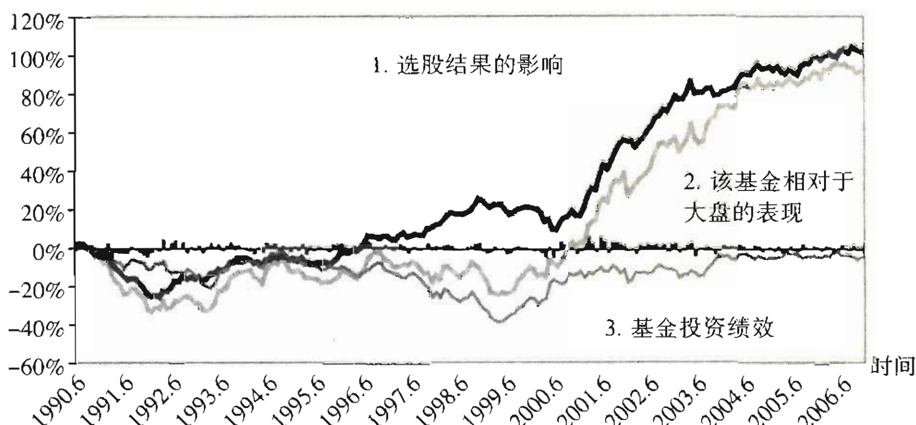
在计算任何一只基金的选股成效时，我们的做法是，先计算出预期月收益率与实际月收益率两者之间的差异，再以这项数值进行长期的复利计算。由于相关数据直到 1986 年才开始出现，我们无法分析其追溯至 1979 年发行初期的业绩。我们的分析始于 1990 年，这样我们便掌握了金融时报全股指数与成长型指数的 4 年数据。

图表反映出的信息

附录图 2－8 和 2－9 总结了相对于我们电脑程序所制作的两种投资模式基准，富达表现如何。附录图 2－8 比较了富达基金与一只基于投资模式和基金规模因素混合指数的实际业绩。附录图 2－9 将其与一只仅仅基于规模（市值）的指数进行业绩比较，同时进行衡量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





附录图 2-8　富达特殊情况基金的投资模式分析（1990~2006 年）

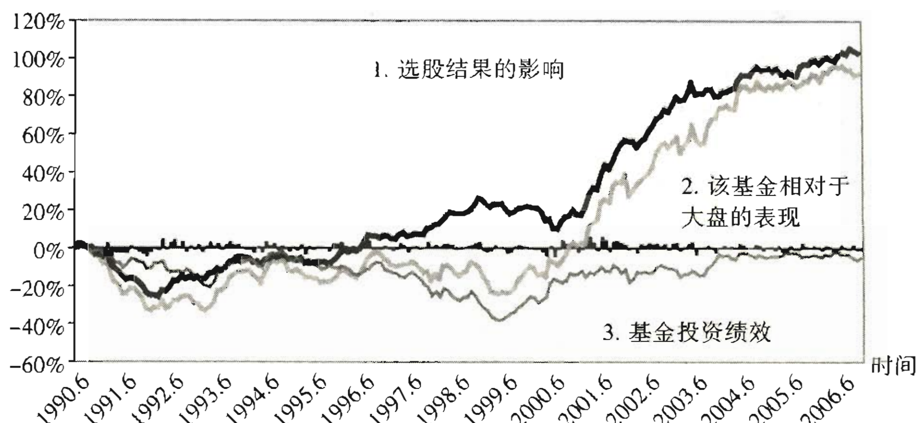
在每张图表中，底部的曲线跟踪的是富达特殊情况基金与金融时报全股指数比较的投资模式和规模预计收益后的业绩表现。当该线处于下降趋势时，意味着该投资模式表现落后于市场；当它呈上升状态时，则意味着相反的情况。其他两根线显示了富达特殊情况基金获得的累计超过市场业绩、以及安东尼·波顿的选股能力对其战胜市场的业绩的贡献。你可以看出，在两种情况下，自 1990 年以来，波顿的选股能力是基金战胜市场的全部（或者说几乎是全部）原因。

让我们首先讨论一下投资分布图，它显示了富达特殊情况基金的倾向于中小型股票的价值的投资模式在开始后 14 年中的表现。该基金模式低于市场的表现主要出现于 1990~1992 年期间（中小型股票的不利时期），之后又发生于 1996~1999 年期间（大型股和成长型股票销路良好）。在其他时候，特别是 1999 年以后，该基金的投资模式基本在有利的市场环境下运作。

然而，在 1990~2004 年期间，投资模式效果在很大程度上都互相抵消了。也就是说，在过去的 14 年中，如果基金经理只是单纯地遵循那种投资模式，而未显现出任何选股能力，则几乎将与金融时报全股指数的业绩完全一致。事实上，基金在此期间内的销售量比指数的要好，这显示了安东尼·波顿的选股能力对其基金业绩表现的重要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





附录图 2－9　富达特殊情况基金的规模分析（1990～2006 年）

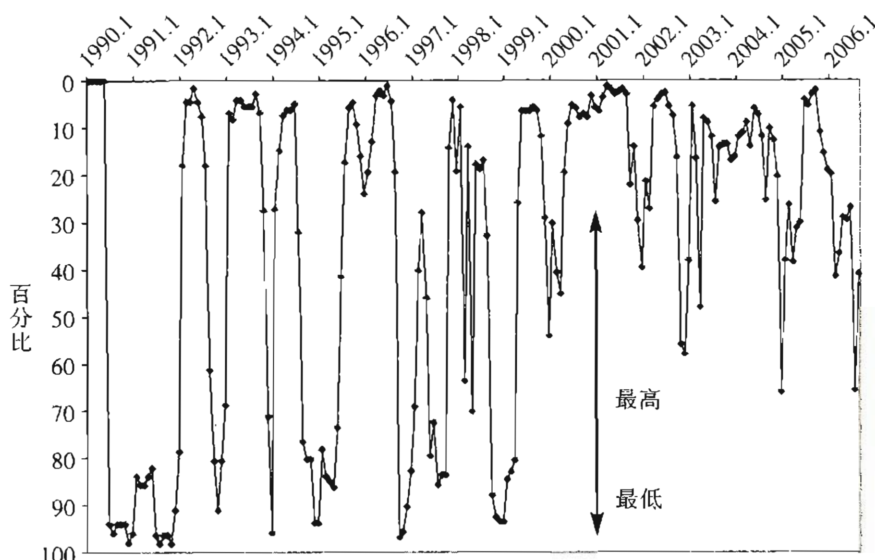
只包括股票规模因素的投资模式分析结果也大同小异。附录图 2－9 显示了中小型股在 1999 年时还不受市场青睐，但之后强劲反弹。在图中显示的早期阶段，富达特殊情况基金大量持有小型股。1993 年后，中型股开始占据更显著的地位。该基金选股偏好不可避免地在 20 世纪 90 年代末期的几年拖累了它的业绩，那个时候的大型股在股市业绩排名中具压倒性的优势。

基金经理高超的选股才能在一定程度上弥补了基金业绩的不足。自 1999 年起，复兴的投资模式、市场有利环境和基金经理持续高超的选股能力相结合，使得基金大幅度战胜市场。我们再一次发现，单纯基于投资模式基础分析，基金在这一期间理应主要与指数业绩保持一致。然而，它实际上大幅度地战胜了市场，这应该归功于基金经理优秀的选股能力。

同时，我们的分析表明，富达特殊情况基金依然保持着对中小型股的强烈偏好，但在过去的几年中，它也稳步加持金融时报 100 股了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





附录图2-10　富达特殊情况基金的百分比排行（1990~2006年）

另外一个有趣的发现是，与同类基金对比，其业绩的持续性。上图显示了该基金在自1990年1月后获得的连续6个月的百分比排名。开始时，在连续6个月的基础上，基金在超过1年的时间内几乎是同类基金中表现最差的一只。其后直到1998年，其业绩相对于同类基金经历了极度的波动。后来，基金持续位于同类基金之首。

我们的数据显示，我们用来衡量投资经理选股技巧对基金业绩的贡献上，波顿在我们调查范围58%的时间段内持续大于零。任何高于50%的数值都表明其基金经理通过明智的股票选择能够经常地为基金增值，而不是使基金亏损。在我们调查时间范围的17%中，股票选择对基金每月业绩的贡献值超过2%。而只在其中8%的月份中，负面影响超过2%。也就是说，股票选择不仅仅是持续良好，而且只发生了很少数令人不快的负面情况。

从两个方面看，得到的结论都一样，富达特殊情况基金业绩比大部分竞争对手好出很多。我们用净选股收益衡量基金经理通过股票选择每月为基金增加的价值，而该基金的净选股收益为每月1.66%。特殊情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



况基金获得的0.35%的数据复合增长至大约一年4.3%，又再一次在其所属板块中表现超群。

有趣的是，基金经理继续战胜金融时报全股指数并对比他的“投资模式”增加了基金价值的同时，附录图2－10却表明基金经理自2002年初就未能通过选股增加基金价值。这本身无法告诉我们，该基金存在问题，但是应当引起投资者怀疑的是，其投资组合在市值分拆方面正在经历变化。

结论

与大部分基金经理一样，富达特殊情况基金的投资模式没有经历太大的变化。推动其业绩的是安东尼·波顿成功的选股方法，而非他的投资风格。虽然他是一名卓越的投资者，但他并不比其他任何人更善于预测投资模式的变化，即什么时候价值模式将接管成长模式成为市场的当红模式，或者什么时候股市的中小型板块将表现优于大型股板块。

我们进行的定量评估反映了自1990年后安东尼·波顿在其投资竞技场中挑选恰当公司的水平。在我们调研期间内，他选股收益的持续性在持续时间和规模、等级方面都无人可比。

三、温特弗拉德证券公司（Close Winterflood Securities）研究报告（2004年9月）

富达特殊价值上市公司

英国——成长板块

☐ 安东尼·波顿以自下而上的选股方式管理这只基金，看重价值被低估的公司。

☐ 该基金非英国主流基金，因为其投资组合严重偏向中小型股（占投资组合的45%），另外，19%投资于海外，其中包括13%投资于欧洲大陆，以及少量于中国内地、中国香港和美国。

☐ 在不同市场条件下的业绩表现极其强劲，净资产值在一个5年期间的上升幅度为106%，相比之下，基金基准——金融时报全股指数下降5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



□ 安东尼·波顿获得的评价很高，但这只基金溢价销售，因此其他的除了资本负债外，可以提供与其几乎完全一致的投资组合的同等开放式基金可以成为其代替品。

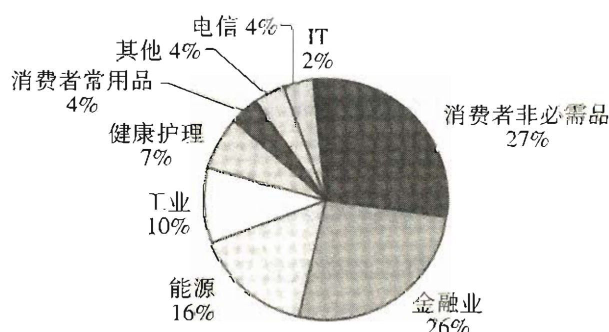
管理

自从 1994 年发行以来，基金一直由安东尼·波顿管理，他是一名富有经验并享有盛名的基金经理，在富达工作已近 25 年。之前，他还同时管理富达欧洲价值基金和其他欧洲大陆资金。但是在过去几年中，他缩减了职责范围，现在专注于以英国为主要目标的基金。他依然在选股方法完全不变的基础上管理富达特殊情况基金（40 亿英镑资产）。安东尼·波顿表示，他将继续管理至少到 2005 年，并且，公众现在认为他的任期将会持续更长时间。

投资过程 & 投资组合

基金经理专注于价值被错误估计的证券，偏向于中小型股。他只投资于市值超过 1 亿英镑的公司。该投资组合的管理与基准——金融时报全股指数无关，其部门加权值是选股的结果。他乐于采用逆向投资方法，买入不受欢迎的公司股票。

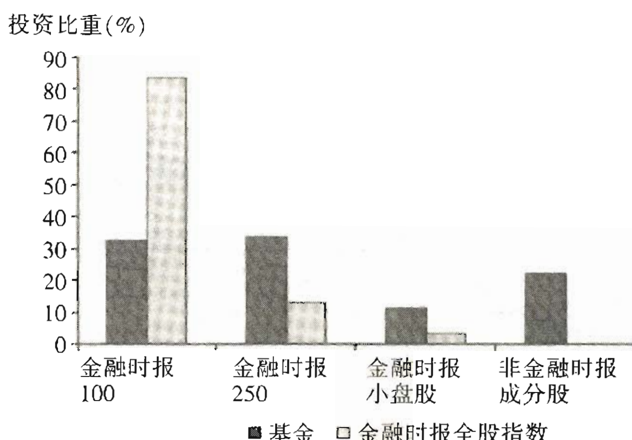
安东尼·波顿在近几年成为更加积极进取的股东，因为他认为这是一种提升投资价值的方法。因此，富达现在雇用了一名企业金融家，以便在这类行动中协调与股东关系。



附录图 2－11　投资组合区域细分图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





附录图 2－12 投资组合比重 VS 基准成分

该基金最多可以将其投资组合的 20% 投资于非英国市场。现今，组合的 19% 被投资于海外市场，包括 13% 投资于欧洲大陆的股票。虽然安东尼·波顿不再管理专门的欧洲投资授权，但他仍然对这个区域保持浓厚兴趣，并有选择地参加一些公司会议。去年，他同时配置小部分资产于中国内地（投资组合的 1.7%）、中国香港（1.4%）和美国（1.8%）。

资本负债

目前的资本负债为净资产的 16%，由固定利率负债组成，主要是短期借入的。董事会规定基金的最大资本负债水平为 25%。

业绩

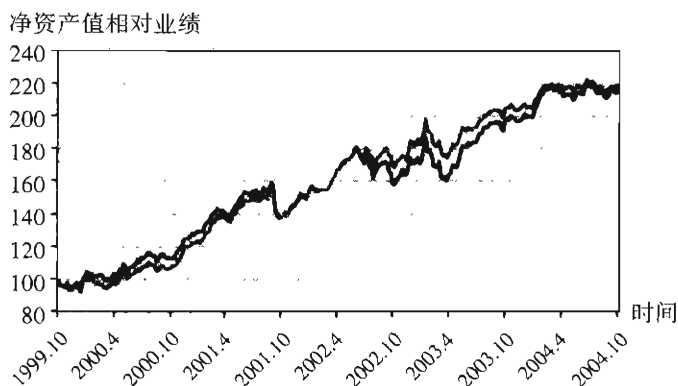
在过去 5 年的不同市场条件下，该基金都获得了强劲持续的业绩表现。然而，该基金经理认为他的投资模式更适合于某种特定的市场环境，并且，他通常并不指望每季度的增加超过市场水平，反而期望获得“集中高额”的收益。例如，他认为他的偏向于小型股的基金或许会在经济萧条期表现落后于市场。因为在经济萧条时期是更小型的、专注于国内市场的公司的最艰难的时期。

另一方面，由于其价值倾向，该基金在 1997～1998 年和 20 世纪 80 年代这类动量驱动市场时期理应不会表现得很好，虽然在 1999 年，由

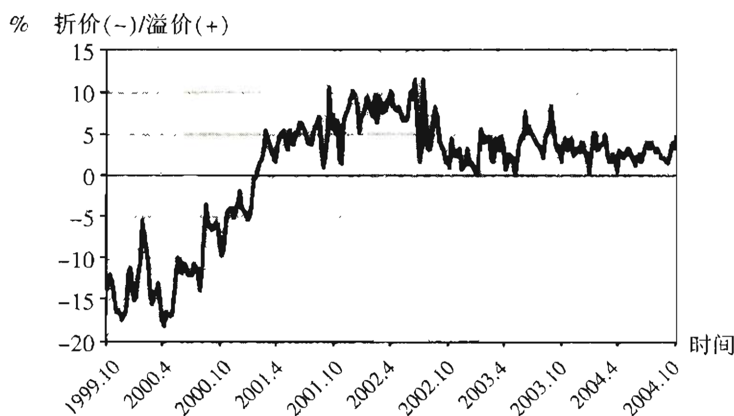
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



于企业活动的水平和有利的板块投资主题，它的业绩表现不错。



附录图 2－13　5 年净资产相对业绩



附录图 2－14　5 年折价历史

折价历史

1999 年早期，基金折价 20% 销售，然而其强劲的净资产值导致了其价格重新评估，并且在过去的三年中溢价销售。该基金主要由私人持有，并经常定期发行新股以满足需求，这反映了二级市场的有限流动性。迄今为止，将近发行了 240 万的新股。

该基金的溢价额度及强劲的业绩记录赢得了参与企业经营的权力。2003 年底，1 210 万英镑的股票被发行，换得 3 900 万英镑的资产，导致两只投资信托（Go vett Strategic 信托和 Derby 信托）重组。该基金同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



时还见证了今年 1 月在其剩余投资授权期满之后发行的超过三百万的股票。

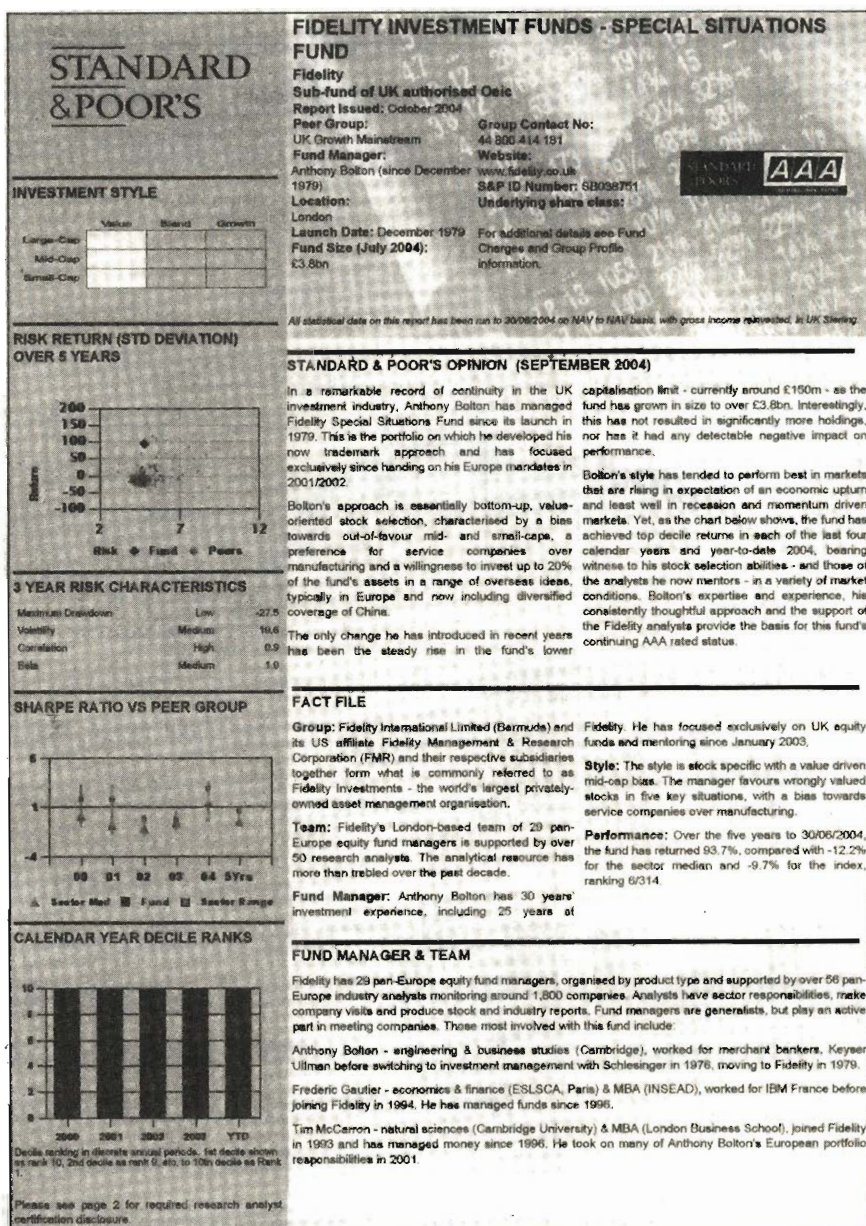
温特弗拉德的观点

此基金受益于经验丰富的管理，使它在不同市场条件下，获得了令人印象深刻的长期业绩记录。然而，此基金非英国主流基金，但它溢价销售，因此同等开放式基金——富达特殊情况基金，成为其显著替代品。富达特殊情况基金也由安东尼·波顿管理，并经常提供除了资本负债外，几乎完全一致的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



四、标准普尔针对富达特殊情况基金所做的等级报告（2004 年 10 月）



STANDARD & POOR'S

FIDELITY INVESTMENT FUNDS - SPECIAL SITUATIONS FUND

Fidelity
Sub-fund of UK authorised Oeic
Report Issued: October 2004

Peer Group: UK Growth Mainstream
Fund Manager: Anthony Bolton (since December 1979)
Location: London
Launch Date: December 1979
Fund Size (July 2004): £3.8bn

Group Contact No: 44 800 414 181
Website: www.fidelity.co.uk
S&P ID Number: SB038751
Underlying share class:
For additional details see Fund Charges and Group Profile information.

AAA

All statistical data on this report has been run to 30/08/2004 on NAV to NAV basis, with gross income reinvested, in UK Sterling.

STANDARD & POOR'S OPINION (SEPTEMBER 2004)

In a remarkable record of continuity in the UK investment industry, Anthony Bolton has managed Fidelity Special Situations Fund since its launch in 1979. This is the portfolio on which he developed his now trademark approach and has focused exclusively since handing on his Europe mandates in 2001/2002.

Bolton's approach is essentially bottom-up, value-oriented stock selection, characterised by a bias towards out-of-favour mid- and small-caps, a preference for service companies over manufacturing and a willingness to invest up to 20% of the fund's assets in a range of overseas ideas, typically in Europe and now including diversified coverage of China.

The only change he has introduced in recent years has been the steady rise in the fund's lower capitalisation limit - currently around £150m - as the fund has grown in size to over £3.8bn. Interestingly, this has not resulted in significantly more holdings, nor has it had any detectable negative impact on performance.

Bolton's style has tended to perform best in markets that are rising in expectation of an economic upturn and least well in recession and momentum driven markets. Yet, as the chart below shows, the fund has achieved top decile returns in each of the last four calendar years and year-to-date 2004, bearing witness to his stock selection abilities - and those of the analysts he now mentors - in a variety of market conditions. Bolton's expertise and experience, his consistently thoughtful approach and the support of the Fidelity analysts provide the basis for this fund's continuing AAA rated status.

FACT FILE

Group: Fidelity International Limited (Bermuda) and its US affiliate Fidelity Management & Research Corporation (FMR) and their respective subsidiaries together form what is commonly referred to as Fidelity Investments - the world's largest privately-owned asset management organisation.

Team: Fidelity's London-based team of 29 pan-Europe equity fund managers is supported by over 50 research analysts. The analytical resource has more than trebled over the past decade.

Fund Manager: Anthony Bolton has 30 years' investment experience, including 25 years at Fidelity. He has focused exclusively on UK equity funds and mentoring since January 2003.

Style: The style is stock specific with a value driven mid-cap bias. The manager favours wrongly valued stocks in five key situations, with a bias towards service companies over manufacturing.

Performance: Over the five years to 30/06/2004, the fund has returned 93.7%, compared with -12.2% for the sector median and -9.7% for the index, ranking 6/314.

FUND MANAGER & TEAM

Fidelity has 29 pan-Europe equity fund managers, organised by product type and supported by over 56 pan-Europe industry analysts monitoring around 1,800 companies. Analysts have sector responsibilities, make company visits and produce stock and industry reports. Fund managers are generalists, but play an active part in meeting companies. Those most involved with this fund include:

Anthony Bolton - engineering & business studies (Cambridge), worked for merchant bankers, Keyser Ullman before switching to investment management with Schlesinger in 1976, moving to Fidelity in 1979.

Frederic Gautier - economics & finance (ESLSCA, Paris) & MBA (INSEAD), worked for IBM France before joining Fidelity in 1994. He has managed funds since 1996.

Tim McCarron - natural sciences (Cambridge University) & MBA (London Business School), joined Fidelity in 1993 and has managed money since 1996. He took on many of Anthony Bolton's European portfolio responsibilities in 2001.

INVESTMENT STYLE

	Value	Blend	Growth
Large-Cap			
Mid-Cap			
Small-Cap			

RISK RETURN (STD DEVIATION) OVER 5 YEARS

3 YEAR RISK CHARACTERISTICS

Maximum Drawdown	Low	-27.5
Volatility	Medium	19.6
Correlation	High	0.9
Beta	Medium	1.0

SHARPE RATIO VS PEER GROUP

CALENDAR YEAR DECILE RANKS

Decile ranking in discrete annual periods. 1st decile shown as rank 10, 2nd decile as rank 9, etc. to 10th decile as Rank 1.

Please see page 2 for required research analyst certification disclosure.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



PORTFOLIO CHARACTERISTICS

No. of holdings	190
Turnover ratio (%)	56
% in top 10	24

TOP 10 HOLDINGS (01/07/04)

	%
BP	4.2
ITV	2.9
Cairn Energy	2.5
Shell	2.4
MMO2 *	2.3
Standard Chartered	2.0
BG	1.9
Hilton	1.9
Prudential *	1.9
Allied Irish Banks	1.8

In top 10 holdings a year ago

ALLOCATION BREAKDOWN (01/07/04)

	Index %**	Fund %
Basic Industries	4	4
Cyclical Consumer Goods	-	-
Cyclical Services	15	29
Financials	28	26
General Industrials	2	3
Investment Trusts	-	-
Non-Cyclical Consumer Goods	18	9
Non-Cyclical Services	11	6
Resources	17	16
Technology	1	2
Utilities	4	-
Other	-	3
Cash	-	3

PERFORMANCE STATISTICS

	3 Years	5 Years
Fund	25.9%	93.7%
Standard & Poor's Peer Median	-12.5%	-12.2%
Index	-7.9%	-9.7%
Fund Rank	7/380	6/314
Standard Deviation	19.6	-
Relative Standard Deviation	1.2	-
Volatility Adjusted Ranking	6/380	-

CUMULATIVE PERFORMANCE

250
200
150
100
50
07/99 07/00 07/01 07/02 07/03 07/04
— FTSE All Share (xd adj) — Fund
— UK Growth Mainstream

FIDELITY INVESTMENT FUNDS - SPECIAL SITUATIONS FUND

Peer Group: UK Growth Mainstream

STANDARD & POOR'S AAA

MANAGEMENT STYLE

- Bolton's management style has evolved over the last 25 years with this fund into a stock specific, value-driven approach, with a strong bias towards mid-caps. Larger companies are held, but those capitalised below £150m are often considered too illiquid or just too small for this near £4bn portfolio.
- Mis-valued stocks are targeted in five broad categories - recovery situations, discount to assets, industry anomalies, unrecognised growth and corporate potential - only the balance of which changes over time. Service companies are preferred over manufacturing.
- Although benchmarked against the FTSE All Share index, up to 20% of assets are typically invested overseas - currently a mix of Europe and China - and reflected most noticeably in long-held exposure to Scandinavia.
- Bolton is aided by input from the group's analysts, but he also acts as mentor to some of the team, passing on the benefit of his long experience. He looks for unconventional ideas and is prepared to buy early on bad news.
- An initial stake is usually around 25bps, which can then be raised on further conviction, leading to a fully invested portfolio of around 200 names.
- The manager does not use derivatives.

PORTFOLIO REVIEW

The fund has doubled in size over the last 12 months to over £3.8bn, causing Bolton to emphasise mid-250 stocks - now 35% of assets - at the expense of FTSE Smallcap names, now under 11%.

This move up the cap scale was also a function of the better value being found in mid- and large-caps, with the fund's FTSE 100 exposure rising from 20% to over 35%. Purchases included Prudential, Aviva, Shell and BP, the latter now the largest position in the portfolio, although at 4.2% it is still 3.8% under Index weight. The overall number of holdings held at around 190.

The fund had no exposure to banks other than Standard Chartered and Abbey. It was also out of Vodafone and Glaxo.

Overseas exposure (18%) has focused on Europe and a range of China plays gaining diversified exposure to the domestic market via Hong Kong and through "A" shares in instruments offered by UBS.

Developing themes included gambling (Hilton and William Hill), property and mature PFI projects in hospitals and schools.

PERFORMANCE ANALYSIS (JULY 2004)

The fund has produced top decile relative returns in each of the last four calendar years, creating one of the strongest track records in its sector. The last time performance slipped out of top quartile was in the highly momentum driven market of 1998-99.

Longer term performance is also very strong and demonstrates the success of Bolton's contrarian/value style which tends to produce the best relative returns in steadily rising markets and does least well in periods of recession and in strong momentum markets. Bolton's definition of value is very broad encompassing some growth companies that may be undervalued compared to M&A valuations.

Success over the last 12 months came from a strong bias to insurance and property, good stock selection in the oil and resource sectors and by running double-weight coverage of the cyclical service sectors.

Notable individual stock successes were Cairn Energy, Carlton (media), Hilton Group (bookmakers) and Pendragon (car distributors).

DISCRETE PERFORMANCE (CALENDAR YEARS)

	2000		2001		2002		2003		YTD 30/06/2004	
	%	Rank	%	Rank	%	Rank	%	Rank	%	Rank
Fund	26.1	7/331	3.8	10/365	-10.5	7/415	33.5	39/484	11.7	15/500
Index**	-5.4		-12.7		-22.1		21.9		3.3	
Median	-3.9		-13.3		-23.7		20.1		3	

** FTSE All Share (xd adj) (Source: FTSE International)

All of the views expressed in this research report accurately reflect our committee's views regarding any and all of the subject securities or issuers. No part of the committee's compensation was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report. © [2004] The McGraw-Hill Companies, Ltd trading as Standard & Poor's ("S&P") 20 Canada Square, Canary Wharf, London, E14 5LH Tel. +44 (0)20-7176 3800. All rights reserved. No part of this publication shall be reproduced, stored in any retrieval system or transmitted in any form electronic or otherwise without the prior written consent of S&P. Any part of the publication by S&P of which this page is a part is made accessible subject to the terms and conditions which are accessible at the url address below ("S&P Terms") - by accessing and viewing this page and/or and pages associated with or attached to it you accept the S&P Terms. Go to http://www.funds-sp.com/terms.cfm?langid=1

The McGraw-Hill Companies

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录3 安东尼·波顿的年度十大持股

1981	%	1982	%	1983	%
Pleasurama	4.5	ICL	7.4	Pleasurama	6.0
Westland	3.7	Petrocon	5.9	ICL	5.9
Barker & Dobson	3.4	Moben	5.7	Moben	4.6
British Land	3.3	Pleasurama	5.0	Woolworth	4.5
Norgas	3.2	London & Liverpool Trust	4.7	Manchester Ship Canal	4.4
Town & City	3.2	Graig Shipping	3.6	Blackwood Hodge	4.1
Tunnel Holdings	3.1	L Ryan	3.5	CASE	3.8
Bowater	2.9	Standard Ind	3.3	FNFC	3.6
Reardon Smith	2.8	Hampton Trust	3.3	Lee Cooper	3.4
Moben	2.6	Barker & Dobson	3.0	L Ryan	3.2

1984	%	1985	%	1986	%
Bell Resources Opts	5.2	British Telecom	5.3	Montedison	4.7
Trident TV	4.7	Grattan	4.7	FNFC	4.0
Mersey Docks	4.3	Avon Rubber	4.4	Bemard Matthews	3.8
Armstrong Equipment	4.0	Hestair	4.4	Hestair	3.8
Lee Cooper	3.9	Actinor	4.2	Lucas	3.8
Norgas	3.9	FNFC	4.2	Johnson Firth Brown	3.8
L Texas Pet	3.5	Lucas Industries	3.2	Raybeck	3.3
Tozer Kemsley	3.3	Ganger Rolf	3.0	Hewden-Stuart	3.1
Vitatron	3.2	Lee Cooper	2.7	Grattan	2.8
FNFC	3.0	Hogg Robinson	2.7	Aurora	2.6

1987	%	1988	%	1989	1%
VSEL	3.9	Hafslund	4.0	Security Services/ Securicor	6.4
Chloride	3.6	Mersey Docks	3.8	Magnet	3.5
Security Services	3.5	Security Services/ Securicor	3.6	British Aerospace	3.5
Polly Peck	3.5	Torras Hostench	3.3	Lloyds Bank	3.3
Magnet & Southerns	3.2	Atlantic Computers	3.2	LWT	3.2
Apricot Computers	3.2	Rothmans	3.2	TV-am	2.6
Thames TV	3.0	Polly Peck	3.1	Ultramar	2.4
Hawley Group	3.0	Magnet	2.9	Polly Peck	2.3
Hestair	2.5	Midland Bank	2.8	VSEL	2.2
Debron Investments	2.5	Ultramar	2.7	Elkem	2.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1990	%	1991	%	1992	%
Security Services/ Securicor	4.6	Colonia	4.6	Granada	3.8
Abbey National	4.0	Abbey National	3.8	Wickes	3.6
Ashley Group	2.7	Ashley Group	3.4	BAA	3.6
Ultramar	2.6	De La Rue	3.0	Security Services/ Securicor	3.3
Colonia	2.6	Rothmans	2.7	St James's Place	3.0
Parkfield	2.5	Telefonos de Mexico	2.5	Midland Bank	2.9
Lloyds Bank	2.3	VSEL	2.2	Wessex Water	2.8
Telefonos de Mexico	2.1	Eurotunnel	2.1	Scottish TV	2.6
Rothmans	2.1	Suter	2.1	LWT	2.5
Barclays Bank	2.1	Western Company of North America	1.9	Central TV	2.5

1993	%	1994	%	1995	%
Security Services/ Securicor	5.7	Security Services/ Securicor	5.6	Security Services/ Securicor	5.4
News International	3.6	Wickes	3.0	London International Group	3.1
Wessex Water	3.5	WPP	2.8	FNFC	2.7
Wickes	3.4	Mirror Group Newspapers	2.7	Wickes	2.5
Oriflame International	3.2	News International	2.6	Tesco	2.4
Burton	3.1	FNFC	2.5	News International	2.4
VSEL	3.1	Anglia TV	2.3	London Clubs International	2.4
Biochem Pharmaceutical	3.1	Crockfords	2.3	Berisford International	2.3
WPP	3.0	ACT	2.2	Biochem Pharmaceutical	2.2
St James's Place Capital	3.0	Tesco	2.2	WPP Group	2.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1996	%	1997	%	1998	%
Security Services/ Securicor	4.5	LIMIT	2.7	LIMIT	3.2
Wickes	3.8	Berisford	2.4	Berisford	3.1
T&N	2.6	Misys	2.2	Oriflame International	2.6
London Clubs International	2.4	Wembley	2.1	Somerfield	2.6
News International	2.4	Man ED & F	2.1	Man ED & F	2.5
Oriflame International	2.3	Micro Focus	2.0	Micro Focus	2.4
Misys	2.3	Oriflame International	1.9	Misys	2.1
Psion	2.2	T&N	1.9	Wembley	1.7
Berisford	2.1	APV	1.7	De La Rue	1.7
Mirror Group Newspapers	2.0	WPP	1.6	Hazlewood Foods	1.5
1999	**%**	**2000**	**%**	**2001**	**%**
Berisford	3.2	Celltech Chiroscience	2.0	Bank of Ireland	2.7
LIMIT	2.9	Johnson Matthey	2.0	Reed International	2.1
Man ED & F	2.4	LIMIT	1.9	BAA	2.1
De La Rue	2.4	Cadiz	1.7	Gallaher	2.0
Reuters	2.3	Berisford	1.7	British Energy	2.0
Iceland Group	2.2	Safeway	1.7	Safeway	1.9
Wembley	1.9	De La Rue	1.6	Novar	1.9
Hogg Robinson	1.8	Autonomy	1.6	Royal & Sun Alliance	1.9
Kewill Systems	1.7	Wembley	1.6	Carillion	1.8
London Clubs Int	1.6	Booker	1.6	Garban-Intercapital	1.8
2002	**%**	**2003**	**%**	**2004**	**%**
Bank of Ireland	2.1	Safeway	4.3	BP Plc	4.9
Unilever	2.0	Amlin	2.4	Standard Chartered	3.1
Safeway	1.9	MM02	2.3	BG Group Plc	3.1
Credit Lyonnais	1.9	Unilever	2.2	ITV Plc	2.7
Enterprise Oil	1.9	Wellington Underwriting	1.8	Cairn Energy Plc	2.7
Wimpey George	1.9	Cable & Wireless	1.7	Hilton Group Plc	2.4
London Stock Exchange	1.9	SSL International	1.6	Allied Irish Banks	2.3
Gallaher	1.9	Provident Financial	1.6	Land Securities Group	2.0
Carlton	1.8	Somerfield	1.6	MMo2 Plc	2.0
British Energy	1.6	Prudential	1.5	BT Group Plc	2.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2005	%	2006	%
Roche Holding	4.7	BP	5.9
BG Group	4.4	Reed Elsevier	5.0
BP	3.9	Tesco	4.4
British Land Co	3.7	Astrazeneca	4.0
Reed Elsevier	3.6	Glaxosmithkline	3.6
Standard Chartered	3.5	Roche Hldgs	3.0
Glaxosmithkline	3.4	ITV	3.0
Cairn Energy	3.2	Reuters Grp	2.7
ITV	3.2	Standard Chartered	2.4
Statoil ASA	3.1	Amlin	2.1

Notes for tables of largest holdings	
1. % = percentage of fund assets	
2. Dates of valuations:	
1981	1 May
1982	5 September
1983	14 March
1984	5 March
1985	12 March
1986	21 March
1987	23 March
1988 - 1998	5 March
1999 - 2003	28 February
2004	31 December
2005	31 December
2006	31 August

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录4　富达与它投资标的企业的关系

2004年7月，安东尼·波顿接受了欧洲《投资者关系月刊》的采访，其间，他谈论了富达处理与其投资标的公司关系的方式，并针对许多当前企业的管理问题提出了自己的见解。经该杂志出版商里海出版公司（Caspian Publishing）的允许，在此附上该文。更多信息，请见www. realir. net。

会见投资标的企业

我们与投资标的企业的主要交往手段是与其执行管理层进行一对一的会议。去年，我们的泛欧洲团队召开了2 600次例行会议。我认为，没有其他任何公司与投资标的企业的接触比我们多，我们对信息的需求严格、公正并且专业。除了这些例行会议之外，我们作为一个整体，同时与具有企业管理性质的公司召开了120次会议，一般是与公司董事、非执行董事或顾问进行会谈。

这些会议分为两种类型。大部分是由公司或其财务顾问策划提出的。第二种类型是应我们或者第三方的要求而召开的。当公司正考虑做一次重要的、将影响公司发展方向的决定，而作为大股东的我们希望被咨询意见时，将会举行第一种类型的会议。我们希望参与主要的决策。

相关的例子是一些战略性的决策，例如关于公司方向、主要的并购接管、主要的董事会变动以及激励薪酬方案之类的决策。我们总是在任何可能的地方尝试按我们的股份投票决定，并且当一家公司打算改变时，我们希望进行直接的讨论。我们认为那是成为一名负责的股东应尽的责任。当被问及信息反馈意见并且当我们有了一个意见时——我们不经常有什么意见——我们会提出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



寻求变化

第二种类型的会议更少一些，但它具有更加能够成为头版头条的潜力。大部分时间，我们对正在投资的公司感到满意，但对于少量的公司——它们几乎总是表现不佳——作为卖掉这些公司股票的另一选择，有时候我们会试图改变这些公司的现状。一般我们不会试图改变公司的管理方式，所以采用这种做法只是特殊情况，而不是惯例。我们几乎总是联合其他大股东处理这种情形。我们通常事先和持有相似观点的两三个大股东进行洽谈。

2005 年大概有 50 个这种案例，我们插手并承担某种促进改变的催化剂角色。那样做会非常耗时，所以你需要有基础。我们前不久决定，基金经理花大量的时间做这些事情并不是理想的做法。我们几年前雇用了一名企业财务总监，他现在是这类活动的先锋力量。他可以坐在信息“长城”后面，并能够在不影响整个富达的情况下取用价格敏感信息。他之后将经常决定是否将某个机构改变制度，但这是他的职责，不是基金经理的。

行动主义的基本原理

利己主义是根本动机。我们的投资模式偏向于市场的中小型股板块。我们经常是这些公司的两大或者三大股东之一。买入或卖出股票将花费时间并且成本高昂。因此，当公司开始表现不佳时，作为大股东，我们认为有一些明显的东西可以被改变而使情况好转。不需要说：“我们不同意现在的做法，让我们把股票卖掉吧。”我们的态度是：为什么不去改变它呢？我们认为这对所有的股东都有利。同时，我们的一些客户现在都要求我们变得更加积极主动。我们同时感觉，政府和股市监管部门也将希望我们这些机构股东经常站在更加积极主动的立场上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关于 ITV 独立电视台合并事件

需要说明的最重要的事情是，格拉纳达电视公司和卡尔顿电视公司两家合并所发生的一切完全不属于我们的典型做法。首先，我们所有的事情有 99% 都是私下在内部进行的。我们认为那是最好的处理方法。通常，我们不会就此类事件对媒体发表言论。我们只会当它已经传出去后才会告诉媒体关于独立电视台的事情。我们这么做是为了给出我们这一方的说明，从而平衡针对这一问题的舆论。另外一个极其不寻常的地方是，这所有的一切都与富达内部的一名特定人员有关。这根本不是我们的风格。这一事件传出去是因为，很不幸，我们争求过其意见的、上个夏天与我交谈过的一个人将消息泄漏给了媒体。就这样，整件事情和我个人联系了起来。

关于通常的企业管理

需要表明的一个一般观点是，我们倾向于注重实效。我们不是那种会说“这些都是规章，你必须都做上标记”的人。我担心有些人会认为给个别文件做记号比综观全盘更加重要。我们关心的事情是，董事长是一名非执行董事，而不是前首席执行官。我们认为发生的许多问题都取决于它们发生在何处。我们同时喜欢使用股票回购的方法。例如，如果一家公司将要进行一次收购活动，我们的意见是，应该检验这种选择和回购它自己的股票这一选择相比孰优孰劣。我们在去年公布的一份文件中陈述了这个以及其他原则。

你的成功比率如何?

我无法精确地说出我涉入其中的这 50 个案例中有多少是成功的。但我可以说，绝对是大部分。2005 年有一家公司带着一项新股票激励计划来找我们，我们认为那对相关的执行官们太过于慷慨大方了。我们将意见反馈给那家公司后，他们又去见了两三家其他股东，得到了相似

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的看法，于是最后他们放弃了那项计划。我们从来不将这类事情公之于众。以我们的看法是，事情最好悄悄进行，那才是最理想的做法。

我们不是在试图做一些细节性的决定。我们愿意涉入的是那些根本性的事情。假设一家公司有三个主要经营领域，其中一个产生的收益不如其他领域，那么它们是否应该继续保留该领域？它们接下去是否应该进军法国或德国？我们不关心细节，只关心战略性的决策。如果我们认为一家公司分拆为两半后会比保留整体能够赢得更高的股票估值，我们将希望进行该类型的讨论。

我们参与的另外一个例子是，有一家公司聘请了一名新任首席执行官。他有新的经营管理计划，虽然听上去它似乎会发展良好，但几年后却没能产生任何效益。我们把意见传达给他们：他们最合适的做法是出售那一部分事业。他们之后那么做了。我不认为我们会因此得到感激。

你想什么时候涉足这类决策？

我认为我们可以在任何时间这么做。如果你事先知道一个战略性的设想将被提出，而公司计划在结果出来时宣布，你不会想要先发制人。你不会在结果出来之前匆匆闯进去。我认为，这种会议很自然地应该在封闭的期间或在结果出来前召开。

关于公司高管薪酬

我认为，政府内有些人希望我们可以裁定高管薪酬的绝对水平。我认为那很难。我们更加关心的是防止为失败支付薪水。重要的是，薪水应该与成功相连，应该基于这样的指导方针：不要因为股市在短期内上升就给予奖励，而应该确保企业的长期成功与高管的薪资水平互相关联。

基金经理是否必须披露他们的薪酬？

我不明白，为什么仅仅因为有些人选择那些薪酬公开的行业，就有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



权力要求那些薪酬保密的行业从业者也像他们一样披露自己的薪水？这只是我的个人观点。通常，我们希望当高管表现优秀时，获得不错的薪酬。经营管理公司的人应该基于他们的职责而获得高报酬。我们的工作只是努力使参量因素正确，当股东表现不佳时，他们不会仍然做得很好。

英国公司管理他们的投资者关系的表现如何？

我认为，在英国，我们很少遇到信息流和沟通方面的问题。在欧洲大陆，这依然是一个问题，虽然它的情况也在改进。在某些国家，你会发现“信息不足的问题”比在其他国家更严重。很长一段时间，丹麦最大型的一家公司拒绝会见股东，但是即使是在那里，情况也正在改变。

良好的投资者关系对于一家公司的价值如何？

良好的投资者关系是一项非常有益的资产。我们的大部分会议都是与公司的首席执行官或财务总监举行的，或者同时两者兼顾。如果投资者关系负责人掌握充分信息并被授权讨论问题并可以针对问题给出直接答案，那么与他们召开会议将极为管用。举一个具体的例子来说，在我们的系统中，分析师每 2～3 年调整一次股票板块，也就意味着我们一直有新的分析师，他们必须忙于加速了解公司，了解公司的经营范围以及经营方法等等。这种工作明显不是对首席执行官时间的最佳利用方式。对于这种事情，与投资者关系团队进行一次长时间的会谈将大有裨益。另一极端是，比如曾经有一家意大利公司的一名非常漂亮的女士，她对于企业一窍不通，回答不出任何问题。那一点好处都没有。

如何改善投资者关系操作方式？

我们的一个要求——现今已变得更为普遍——是当一家公司做一次路演时要取得与投资者的会议概要，或者与不同的投资者召开一轮会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



议，让投资者去会见整个董事会，包括非执行董事。如果中途经过执行董事之手，以我们的经验，在转移过程中将有所遗失！通常的操作过程是股东告诉顾问，顾问急速去告诉执行高管，而非执行董事，他总是未得到消息通知。

只要有可能，我们更希望直接地传达我们的反馈意见，而不通过中间人。有些时候，或许某个信息是公司不愿意听取的，这个时候顾问就可以起到很好的作用。英国的系统稍微有点复杂，投资银行和公司经纪经常会牵扯进来。这有时候反而会将事情搞砸。

关于公司介绍

现在的许多公司都将公司介绍放在公司网站上，我们很欢迎这种做法。当谈及公司介绍时，我们通常喜欢使用介绍来让公司回答我们分析师的问题，而不是再次将整个介绍讨论一遍。我们希望听到的是我们是否遗失了某些要点，或者公司想要陈述其他要点。如果公司设定好整个议程，我们认为那不是最佳做法。他们倾向于掩盖的东西经常是我们想要谈论的，而他们只谈论那些对他们有利的事情。

我最看重的是与那些对优缺点都乐于谈论，而且不会编造一些东西并对其大肆渲染的公司进行开放式对话。事实上，我相当喜欢那些对自己轻描淡写的人，他们不会总是告诉你，情况将非常好却不能将承诺兑现。

从最近的壳牌公司灾难中可以学到什么教训?

壳牌公司案例非常复杂。它的董事会结构非常复杂。据我观察，它是一家非常内向型的企业，董事会的非执行董事对公司几乎没有影响力。我认为，壳牌公司这种操作方式使得当事情出错时，当没有内部负责人反复审核、没有外部人员检查公司时，就会暴露其风险。你可以说，壳牌应该有一个非执行董事长，但因为他们有一个双重董事会结构，并且由于其英国人与荷兰人的组合以及双重董事会，事情就没有那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



么简单了。一般而言，我偏爱单一的董事会架构。我不是说双重董事会无效，而是监管董事会必须对执行董事会有足够的了解，从而能够反复询问他们并获得合理的解释。

是否缺乏合适的有资格的非执行董事？

是的，这也是我个人的一个担忧。必须给予这个工作不错的薪酬。然而，我必须说，我前几天问了一家大型保险公司的董事长同样的问题，但是他认为，所有出现的问题和丑闻使得人们不那么愿意做非执行董事。我们的策略是，永远不将某个特定的人置于上市公司董事会内，他仅仅代表富达。然而，我们或许会作为一个整体，让某个人代表所有的机构股东，而不仅仅代表我们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录5　富达内部研究报告案例：威廉·希尔公司（2003年春季）

在选股过程中，安东尼·波顿可以利用富达内部超过50名分析师团队的调研结果。这里选择的例子是威廉·希尔公司——曾于2002年6月在股票市场挂牌上市的一家出版公司。波顿在该公司首次公开募股前后买入了其部分股票，并在2003年期间大量增持。下文的分析中包含了富达内部分析师那时（当股价为227便士时）针对该公司做的部分报告。富达的调研结果还包括许多附录，为公司经营的不同方面制作模型（这里没有展示）。富达制作了一个等级系统，其评估公司的等级为：1. 强烈建议买进；2. 买进；3. 持有；4. 卖出；5. 强烈建议卖出。

分析是一回事，但是否买入该股票仍然是波顿自己的事情。他这样总结对威廉·希尔公司的看法：

我们不会在首次公开募股的时候买入大量的股票，因为其价格是卖方给出的，不是买方。但威廉·希尔公司是一个例外。在挂牌上市的时候，它被看做是稳定却无趣的公司。然而，却是我喜欢的类型，能够产生现金流，有不错的经营范围。但在2003年，使我下定决心大量增持该股的原因是，我认识到固定赔率投注终端机有转变该公司经济状况的潜力。我记得曾会见过一家出版公司的高管，他告诉我在他的整个职业生涯中，他们经历了其行业有史以来最重要的发展。那当然使我突然注意起来。我们基于那个基础买入股票。这家公司是我的主要投资主题之一的“增长未识别型”的良好例子。同时还有一个事实是，整个在线博彩行业看上去正在起飞。那时仍然存在大量的不确定因素，主要是由于相关的认知监管风险。然而，我认为，该行业的潜力规模值得人们去冒险。股票的等级没有完全使该行业的上升潜力打折扣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



London | Investment Report | FT: LEISURE & HOTELS
MSSP: HOTELS RESTAURANTS & LEISURE

Rating: 1 (2)
Current Share Price: (UK PENCE) 227.000

WILLIAM HILL PLC (*WLHL)
Company Market Cap: US$1,495M
SHAH, PARUS (8-727-4354)

- *More positive on horse betting mgns + FOBTs - Upgrading to a 1*

UNITED KINGDOM — Exchange Rate From USD to UK POUND: 0.64			Close of Business: Apr/2/2003
Shares Outstanding (in Millions)	421.8	Percent of FT ALLSHARE (U.K.)	0.09%
Free Float	–%	Percent of MSCI EUROPE	0.00
Current Dividend Yield	3.9	Percent Owned / Allowed	[redacted]
Book Value Per Share	59.30	Shares Available (in Millions)	97
Price/Book Value	3.83	Long-Term Debt to Total Capital	82.5%

Fiscal Year Ending Jan 31	2001A	2002A	2003E	2004E	2005E	Q4 / 2003E
Sales (in Millions)	2,452.0	3,365.0	4,467.0	4,967.0	5,326.0	–
Revenue Growth	–%	37.2%	32.8%	11.2%	7.2%	–%
EBITDA Margin	5.3	4.7	4.0	4.0	4.1	–
Return on Equity	–	–	–	–	–	–
Return on Capital Employed	–	10.7	14.0	15.3	16.7	–
Earnings Per Share — FIL Estimate	–	17.80	21.20	24.60	28.20	–
Earnings Per Share — Street Estimate	–	–	20.22	22.37	–	–
Net Dividend Per Share	–	–	–	–	–	–
Price/Earnings Multiple	–x	12.8x	10.7x	9.2x	8.1x	–
Enterprise Value/EBITDA	–	10.7	8.5	7.5	6.6	–
Enterprise Value/Sales	–	–	–	–	–	–

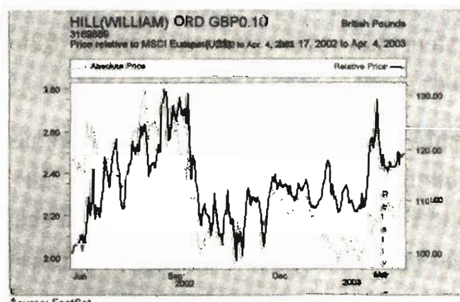
Sector relative rating. Financial note:

Business Description

Operates licensed betting offices, telephone and online betting operations. Offers odds and takes bets on an assortment of sporting and other events.

Investment Thesis

1) 7%-9% medium term revs growth will be driven by 5%-6% underlying betting revs growth at LBOs + new revs from FOBTs & online betting operations. This translates to 15%+ eps growth.
2) EPS ests 5% ahead of street for 03 and 10% ahead for 04 as I am more bullish on 03 horse betting mgns (10% levy for on course bookies + betting exchanges will lead to higher mgns) + ebit contribution from FOBTs. For 04, I am more bullish on EPOS rollout impact on op mgns.



3) Given growth prospects valuation is attractive with stock trading on 10.9x 03 earnings and 8.5% 03 FCF yield. Stock trades as a defensive but as street catches up with 3 yr growth story, expect eps ests + pe multiple expansion to lead to out performance. Price target is 300p = 14x 03 earnings (32% upside).

News and Outlook

Strong start to 03: First 9 weeks of year, gross win was up 20% YOY. Growth driven by 8%+ growth in retail underlying betting revs, 20% in internet and revs from hugely popular FOBTs (Fixed odd betting terminals). Slight setback in MArch with a lot of favourites winning their races at Cheltham. Breakdown of losses for bookies as follows: Ladbrokes £2.2m, William Hill £1.5m, Paddy Power £0.5m (all nos direct from respective companies)

Betting shops: 03 plan is to open up 20 new shops. It has become easier to get new license applications (need to prove there is unsatisfied demand in an area) in advance of gaming deregulation scheduled for summer 04. In addition mgmt is looking to relocate 40 sites. Expect portfolio of shops to be more actively managed going forward as historically there was some incentive to keep poorly performing shops to prevent competitors getting new licenses.

Beyond Paddy Power expanding in the UK (plans to get to 12 shops by 03 end), I do not expect a huge amount of additional competition over the next 3 years. New entrants in my view need to open at least 100 shops, have online + phone operations + spend significant amounts on mktg to have any chance of competing with the existing companies in the industry.

For 03, I expect gross win to be up by 5.5% YOY driven by 2% increase in no of shops, 4% increase in stakes per shop and slightly lower mgns. I have gross win mgn dropping 10 bps YOY to 17.7% due to lower football mix YOY (no World Cup)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



offsetting increase in horse betting mgns due to new levy + duty on betting exchanges. Risk remains on the upside. With costs up 6% due to NI, rent + wage increases, I have LBO ebit going up 2.6% YOY.

Telephone: Excl World Cup positive in H1 02, H2 02 was flat H/H. Growth lower than expected as William Hill + others have put in min bet sizes in place to encourage customers to use online instead as incremental handling costs are 10% of telephone for online. For 03 I expect gross win to be up 5% YOY (vs. 5.9% growth seen in 02) and ebit to be up 9.2% YOY (increased avg bet size leading to lower cost growth)

Online: H2 02 growth lower than expected due to hit from Hong Kong government making it more difficult for punters to use credit cards on overseas online gaming sites. In 02, 10% of revs came from Hong Kong. Expect a further negative impact in 03

Big positives for 03 will be

- Higher gross mgn: Across all online sites gross mgns have been going up due to mix of bets in favour of football + weaker startups closing down.
- Growth in casino games gross win: After talking to a no of companies it is now evident that is there is a huge amount of cross over from punters betting on sports/racing to playing casino games.
- Op leverage kicking in. Op leverage now kicking in given incremental processing costs extremely low – in 02 William Hill's internet ebit mgn went up from 3.4% to 5.3%

For 03, I expect internet gross win to be up 10.5% YOY to £60.6m and ebit to be up 16.5% YOY to £23.9m. Mgmt looking for 20%+ growth in gross win in 03. For now I remain cautious due to potential further negative impact from Hong Kong. Risk to my ests remains on the upside especially if new poker game introduced in Q1 takes off.

FOBTs: Contributed £8m of gross win + £4m of ebit in H2 02. Currently doing £220 of ebit per week per machine. 1820 machines rolled out as at Dec 03 going up to 2000 by March 03. Working thru nos, implies terminals can do £22m+ of ebit per year. In my ests for now I have factored in £17.5m of ebit (20% below 03 potential) as I am slightly cautious re ebit dropping as novelty wears off. However initial anecdotal evidence from talking to punters points to terminal popularity growing as punters start getting used to them.

Update on FOBT test case: Test case will be heard in summer. Gaming Board wants roulette game banned from shops as it is a casino game vs. betting shops arguing it is just another fixed odds game with the results determined off site. Stanley Leisure which has both casinos + betting shops is supporting the betting shops. Once case is decided it will be appealed and hence no final decision likely till summer 04.

Key new development has been the Department of Media & Culture Services (DCMS) view re these machines. Met officials from DCMS looking at FOBTs last week. DCMS view is that test case will not be settled before summer 04 by which time it will be irrelevant as FOBTs will be part of gaming deregulation scheduled for summer 04. FOBTs will be considered to be gaming machines – restrictions as per deregulation proposals are max of 4 machines allowed per shop with max of £500 in prize money. Roulette game is not an issue. If this is the case this will be a big positive for the betting shops.

Betting exchanges: From 1st of April BetFair now has to pay a 10% levy on the full value of bets made by punters thru BetFair vs the 10% paid on only its 3% commission on bets. Also on course bokies now have to pay a 10% levy. In addition upcoming budget, indications from a no of sources are that the governement is looking to introduce a 15% gross profit tax on bets going thru betting exchanges. This will put Betfair on a level playing field with off course bookies.
Net impact of the above will be at least a 10% step up in horse betting mgns for the off course bookies. More importantly levy + duty will destroys Betfair's business model. Moving offshore to avoid the 15% gross profit duty will help to offset some of the damage but this is not enough in my view.

EPOS roll out: Mgmt guiding to initial tests in Q4 03 before roll out in 04 and 05. Given hugely positive experience on revs to ebit conversion (up from 26% to 51%) seen from EPOS roll out at Ladbrokes in H2 02, William Hill could bring the roll out forward. For now capex breakdown on current rollout as follows: £7m in 03, £14m in 04, £14m in 05 – total £35m
Pension deficit: Liabilities of £130m, assets of £90m – £40m deficit. Assets split: 95% equities and 5% bonds. Due to deficit staff costs going up by £1m per annum from 03.

Valuation/Opinion

Following 02 results + meetings with mgmt, 03 eps est raised by 1% to 21.2p and 04 est up by 3% to 24.6p. Given growth prospects valuation is attractive with stock trading on 10.9x 03 earnings and 8.5% 03 FCF yield. Stock trades as a defensive but as street catches up with 3 yr growth story, expect eps ests + pe multiple expansion to lead to out performance. Price target is 300p = 14x 03 earnings (32% upside).
Risk: CVC and Cinven hold 18% of the shares and are now free to sell their stakes (lock up ended with the publishing of 02 results). Given partners from both are close to business, they are unlikely to sell their stakes for now before expected positive benefits from FOBTs, etc. are reflected in stock price. Not a risk for now but one to watch out for towards end 03.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



William Hill

Price (p)	216.5	FCF yield	7.0%
Shares	428.8	Div yield	4.0%
Market cap (£m)	928.4	**Rating**	2
EV	1432		

Year to 31 December	1999	% ch	2000	% ch	01 H1A	01 H2A	2001	% ch
LBOs (Licenced Betting Offices)								
Number of shops (period end)							1537	
Number of shops (average)							1537	
Slippage (m)	235		227	-3%			249	9%
Stake/slip	6.22		6 44	4%			6 81	6%
Turnover	**1461**		**1463**	0%	**768.0**	**936.0**	**1693**	16%
Gross win	**337.3**		**352.2**	4%	**195.7**	**187.6**	**383.3**	9%
Gross win percentage	23 1%		24 1%		25 8%	20.1%	22 6%	
Levy	-15.3		-16 3	6.5%	-8.4	-11 0	-19 4	19 0%
Gross profits tax (previously revenue)	-98 7		-98.8	0 1%	-50 9	-43 7	-94 6	-4 3%
Gross contribution after levys	**223.3**		**237.1**	**6.2%**	**136.4**	**132.9**	**269.3**	**13 6%**
One benefits - World Cup								
One off costs (pensions, pictures etc)								
Direct staff costs	-79 5		-82 5	3 8%			-91 8	11 3%
Other direct costs	-89 3		-91	1 9%			-103 9	14 2%
Total costs	-168.8		-173.5	2 8%	-93 1	-102 0	-195 1	12 4%
Net trading profit	**54.6**		**63.6**	**16.7%**	**43.3**	**30.9**	**74.2**	**16.7%**
AWPs								
Installed machines	2773		2879	3.8%			2969	3 1%
Cash in box/week/machine	212 0		213.0	0.5%			213 0	0 0%
Turnover (gross win less VAT)					**13.7**	**14.7**	**28.4**	
Total cash in box inc VAT (gross win)	**30.6**		**31.9**	**4.3%**	**16.1**	**17.3**	**33.4**	**4 7%**
Machine duty	-1 7		-1.8	5.9%			-2 0	11 1%
VAT	-4 6		-4.7	4.3%			-5 0	5 1%
Total machine duty / VAT	-6.3		-6 5	4 7%	-3.4	-3 6	-7 0	
Reported turnover and contribution	**24.3**		**25.3**	**4.2%**	**12.7**	**13.7**	**26.4**	**4.2%**
Net trading profit	**17.6**		**19.0**	8.1%	**9.4**	**10.1**	**19.5**	2 5%
FOBTs - incremental EBIT								
Total shop trading profit (LBO & AWP)					**52.7**	**40.5**	**93.2**	
Internet								
Sportsbook								
Active accounts (period end)							100000	
Average no active accounts	6800		71000				97500	37 3%
Slips/customer/annum	42		60	42 9%			97	61 7%
Stake/slip	35 7		29 8	16 4%			27 6	-7 5%
Turnover	**10.2**		**127.1**				**260.8**	105.3%
Gross win/customer/annum	89		143	60 7%			232	62 2%
Derived gross win	**0.6**		**10.2**				**22.6**	**122.8%**
Gross win percentage	5 9%		8.0%				8 7%	
GBD/GPT	-0.1		-2.6		-1 1	-1 6	-2 7	3 8%
Levy	0 0		-0.2		-0 1	-0 5	-0 6	200.0%
Contribution	**0.5**		**7.4**				**19.3**	162 7%
Net trading profit	**-2.9**		**-8.7**				**4.6**	
Casino								
Average no active accounts			18700				35600	90 4%
Gross win/customer/annum			324				351	8 3%
Derived gross win			**6.1**				**12.5**	**106 2%**
Net trading profit			**1.0**				**4.7**	**369.7%**
Total Internet								
Turnover	**10.2**		**133.1**		**111.3**	**162.0**	**273.3**	
Gross Win	**0.6**		**16.2**		**14.0**	**21.1**	**35.1**	
- gross win %					12 6%	13 0%	12 8%	
Trading profit	**-2.9**		**-7.8**		**2.5**	**6.7**	**9.2**	
- trading profit %					2 2%	4 1%	3 4%	
Telephone								
Average no. active accounts	167000		188000	12 6%			151000	-19 7%
Slips/customer/annum	30		29	-2 7%			44	51 4%
Stake/slip	56 47		61 86	9 5%			62 91	1 7%
Turnover	**283**		**340**	20.0%	**179.3**	**240.6**	**419.9**	23 6%
Gross win/customer/annum	264		254	-3 8%			318	25 2%
Derived gross win	**44.1**		**47.7**	8 3%	**24.9**	**23.1**	**48.0**	0 6%
Gross win percentage	15 6%		14 1%		13 9%	9 6%	11 4%	
Levy	-2 7		-1.5	-43 0%	-0 5	-1 2	-1 7	10 4%
GBD/GPT	-19 1		-10 7	-43 8%	-3 7	-3 5	-7 2	-33 0%
Contribution	**22.3**		**35.6**	**59.1%**	**20.7**	**18.4**	**39.1**	**10.3%**
Net trading profit	**10.1**		**16.4**	62 1%	**7.6**	**8.0**	**15.6**	-4 5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



02 H1A	% ch	02 H1E	% ch	2002E	% ch	2003E	% ch	2004E	% ch	2005E	% ch	2006E	% ch	2007E	% ch
				1575		1583		1583		1583		1583		1583	
				1556	1.2%	1579	1.5%	1583	0.3%	1583	0.0%	1583	0.0%	1583	0.0%
				303	22%	317	3.0%	327	3.0%	337	3.0%	347	3.0%	358	3.0%
				7.5	10%	7.6	1.0%	7.6	1.0%	7.7	1.0%	7.8	1.0%	7.9	1.0%
1124	48%	1148	23%	2272	34%	2398	5.6%	2501	4.3%	2602	4.0%	2707	4.0%	2816	4.0%
198.2	1.3%	181.7	-3.2%	379.9	-0.9%	396.9	4.5%	412.8	4.0%	429.3	4.0%	446.5	4.0%	464.4	4.0%
17.6%		15.8%		16.7%		16.5%		16.5%		16.5%		16.5%		16.5%	
-10.6	26.2%	-12.2	10.8%	-22.8	17.5%	-23.8	4.5%	-24.8	4.0%	-25.8	4.0%	-26.8	4.0%	-27.9	4.0%
-28.7	-41.7%	-27.3	-37.6%	-57.0	-39.8%	-59.5	4.5%	-61.9	4.0%	-64.4	4.0%	-67.0	4.0%	-69.7	4.0%
157.9	15.8%	142.2	7.0%	300.1	11.4%	313.6	4.5%	326.1	4.0%	339.2	4.0%	352.7	4.0%	366.9	4.0%
				-5				0		0		0		0	
				-108	18.0%	-115	6.0%	-119	3.5%	-123	3.5%	-127	3.5%	-132	3.5%
				-104	0.1%	-110	6.0%	-115	4.5%	-119	3.5%	-123	3.5%	-128	3.5%
-106.2	14.0%	-111.1	9.0%	-217.3	11.4%	-225.1	3.6%	-234.0	4.0%	-242.2	3.5%	-250.7	3.5%	-259.5	3.5%
51.7	19.4%	31.0	0.4%	82.8	11.5%	88.5	7.0%	92.1	4.0%	96.9	5.3%	102.0	5.2%	107.4	5.2%
				2999	1.0%	3029	0.0%	3059	0.0%	3090	0.0%	3120	0.0%	3152	0.0%
				221.5	6.0%	223.7	-15.0%	217.0	-3.0%	219.2	1.0%	221.4	1.0%	223.6	1.0%
14.9	8.8%	15.5	5.7%	30.4	7.2%	25.9	-15.0%	25.1	-3.0%	25.3	1.0%	25.6	1.0%	25.9	1.0%
17.5	6.7%	18.3	5.5%	35.8	7.1%	30.4	-15.0%	29.5	-3.0%	29.8	1.0%	30.1	1.0%	30.4	1.0%
				-2.0	2.0%	-2.1	5.0%	-2.2	1.0%	-2.2	1.0%	-2.2	1.0%	-2.2	1.0%
				-5.3	6.7%	-4.5	-15.0%	-4.4	-3.0%	-4.4	1.0%	-4.5	1.0%	-4.5	1.0%
-3.6	5.9%	-3.8	4.8%	-7.4	5.3%	-6.7		-6.6		-6.6		-6.7		-6.8	
13.9	9.4%	14.5	5.7%	28.4	7.5%	23.7	-16.4%	22.9	-3.4%	23.2	1.0%	23.4	1.0%	23.6	1.0%
10.4	10.4%	10.6	5.3%	21.0	7.8%	16.0	-24.0%	14.8	-7.4%	14.6	-1.2%	14.4	-1.3%	14.2	-1.5%
		1.0		1.0		8.0		10.4	30%	11.4	10%	12.6	10%	13.8	10%
62.1	17.8%	42.7	5.4%	104.8	12.4%	112.5	7.4%	117.3	4.2%	123.0	4.9%	129.0	4.9%	135.4	4.9%
126000															
				134550	38.0%	150696	12.0%	168780	12.0%	185657	10.0%	200510	8.0%	212541	6.0%
				112	15.0%	117	5.0%	121	3.0%	124	3.0%	128	3.0%	132	3.0%
				29.2	6.0%	29.2	0.0%	29.2	0.0%	29.2	0.0%	29.2	0.0%	29.2	0.0%
				438.8	68.2%	516.0	17.6%	595.3	15.4%	674.4	13.3%	750.3	11.2%	819	9.2%
				313.2	35.0%	322.6	3.0%	332.3	3.0%	342.2	3.0%	352.5	3.0%	363.1	3.0%
				42.1	86.3%	48.6	15.4%	56.1	15.4%	63.5	13.3%	70.7	11.2%	77.2	9.2%
				9.6%		9.4%		9.4%		9.4%		9.4%		9.4%	
-3.1		-3.2		-6.3	134.1%	-7.3	15.4%	-8.4	15.4%	-9.5	13.3%	-10.6	11.2%	-11.6	9.2%
-0.7		-1.2		-1.9	216.1%	-1.6	-15.4%	-1.9	15.4%	-2.1	13.3%	-2.3	11.2%	-2.5	9.2%
				33.9	75.6%	39.7	17.1%	45.8	15.4%	51.9	13.3%	57.7	11.2%	63.0	9.2%
				17.2	280.6%	21.9	27.3%	27.1	23.8%	32.3	19.0%	37.1	15.0%	41.4	11.5%
				49840	40.0%	55821	12.0%	61403	10.0%	64473	5.0%	67697	5.0%	71082	5.0%
				379	8.0%	387	2.0%	394	2.0%	402	2.0%	410	2.0%	419	2.0%
				18.9	51.2%	21.6	14.2%	24.2	12.2%	25.9	7.1%	27.8	7.1%	29.8	7.1%
				8.2	73.8%	9.2	13.3%	10.7	15.4%	11.5	7.6%	12.3	7.5%	13.3	7.5%
197.6	78%	260.1	61%	457.7	67.4%	537.6	17.5%	619.5	15.2%	700.4	13.1%	778.0	11.1%	849	9.1%
29.3	109%	31.7	50%	61.0	73.8%	70.2	15.0%	80.3	14.4%	89.5	11.4%	98.5	10.0%	106.9	8.6%
14.8%		12.2%		13.3%		13.1%		13.0%		12.8%		12.7%		12.6%	
11.3	352%	14.1	110%	25.4	175.3%	31.2	22.8%	37.8	21.3%	43.8	15.8%	49.5	13.1%	54.7	10.5%
5.7%		5.4%		5.5%		5.8%		6.1%		6.2%		6.4%		6.4%	
				160060	6.0%	163261	2.0%	166526	2.0%	169857	2.0%	173254	2.0%	176719	2.0%
				45	1.0%	45	1.0%	46	1.0%	48	1.0%	48	1.0%	47	1.0%
				64.80	3.0%	66.09	2.0%	67.42	2.0%	68.76	2.0%	70.14	2.0%	71.54	2.0%
243.5	36%	219.5	-9%	463.0	10.3%	486.5	5.1%	511.2	5.1%	537.2	5.1%	564.5	5.1%	593	5.1%
				324.4	2.0%	330.8	2.0%	337.5	2.0%	344.2	2.0%	351.1	2.0%	358.1	2.0%
27.5	10%	24.4	6%	51.9	8.1%	54.0	4.0%	56.2	4.0%	58.5	4.0%	60.8	4.0%	63.3	4.0%
11.3%		11.1%		11.2%		11.1%		11.0%		10.9%		10.8%		10.7%	
-1.9	280%	-1.7	45%	-3.6	113.8%	-3.8	4.0%	-3.9	4.0%	-4.1	4.0%	-4.3	4.0%	-4.4	4.0%
-4.2	14%	-3.6	3%	-7.8	8.2%	-8.1	4.0%	-8.4	4.0%	-8.8	4.0%	-9.1	4.0%	-9.5	4.0%
21.4	3%	19.1	4%	40.5	3.5%	42.1	4.0%	43.8	4.0%	45.6	4.0%	47.4	4.0%	49.4	4.0%
9.1	20%	7.9	-4%	17.0	9.1%	18.0	5.5%	18.9	5.4%	20.0	5.4%	21.0	5.4%	22.2	5.3%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



William Hill

Price (p)	216 5	FCF yield	7 0%
Shares	428 8	Div yield	4 0%
Market cap (£m)	928 4	**Rating**	2
EV	1432		

Year to 31 December	**1999**	*% ch*	**2000**	*% ch*	**01 H1A**	**01 H2A**	**2001**	*% ch*
LBOs (Licenced Betting Offices)								
Number of shops (period end)							1537	
Number of shops (average)							1537	
Slippage (m)	235		227	-3%			249	9%
Stake/slip	6 22		6.44	4%			6 81	6%
Turnover	**1461**		**1463**	0%	**758.0**	**935.0**	**1693**	16%
Gross win	**337.3**		**352.2**	4%	**195.7**	**187.6**	**383.3**	9%
Gross win percentage	23 1%		24 1%		25.8%	20 1%	22 6%	
Levy	-15 3		-16 3	6.5%	-8 4	-11 0	-19 4	19 0%
Gross profits tax (previously revenue)	-98 7		-98 8	0 1%	-50 9	-43 7	-94 6	-4 3%
Gross contribution after levys	**223.3**		**237.1**	**6.2%**	**136.4**	**132.9**	**269.3**	13 6%
One benefits - World Cup								
One off costs (pensions, pictures etc)								
Direct staff costs	-79 5		-82 5	3.8%			-91 8	11 3%
Other direct costs	-89 3		-91	1.9%			-103 9	14 2%
Total costs	-168 8		-173 5	2.8%	-93 1	-102 0	-195 1	12 4%
Net trading profit	**54.5**		**63.6**	**16.7%**	**43.3**	**30.9**	**74.2**	**16.7%**
AWPs								
Installed machines	2773		2879	3 8%			2969	3 1%
Cash in box/week/machine	212.0		213 0	0 5%			213 0	0 0%
Turnover (gross win less VAT)					**13.7**	**14.7**	**28.4**	
Total cash in box inc VAT (gross win)	**30.6**		**31.9**	4.3%	**16.1**	**17.3**	**33.4**	4 7%
Machine duty	-1.7		-1 8	5 9%			-2.0	11 1%
VAT	-4.6		-4 7	4.3%			-5 0	5 1%
Total machine duty / VAT	-6 3		-6 5	4 7%	-3 4	-3 6	-7 0	
Reported turnover and contribution	**24.3**		**25.3**	**4.2%**	**12.7**	**13.7**	**26.4**	**4.2%**
Net trading profit	**17.6**		**19.0**	8 1%	**9.4**	**10.1**	**19.5**	2 5%
FOBTs - incremental EBIT								
Total shop trading profit (LBO & AWP)					**52.7**	**40.5**	**93.2**	
Internet								
Sportsbook								
Active accounts (period end)							100000	
Average no active accounts	6800		71000				97500	37 3%
Slips/customer/annum	42		60	42 9%			97	61 7%
Stake/slip	35 7		29 8	-16 4%			27.6	-7 5%
Turnover	**10.2**		**127.1**				**260.8**	105 0%
Gross win/customer/annum	89		143	60 7%			232	62 2%
Derived gross win	**0.6**		**10.2**				**22.6**	**122.8%**
Gross win percentage	5 8%		8 0%				8 7%	
GBD/GPT	-0.1		-2.6		-1 1	-1.6	-2 7	3 8%
Levy	0 0		-0 2		-0 1	-0 5	-0 6	200 0%
Contribution	**0.6**		**7.4**				**19.3**	162 7%
Net trading profit	**-2.9**		**-8.7**				**4.5**	
Casino								
Average no. active accounts			18700				35600	90 4%
Gross win/customer/annum			324				351	8 3%
Derived gross win			**6.1**				**12.6**	**106.2%**
Net trading profit			**1.0**				**4.7**	**389.7%**
Total Internet								
Turnover	**10.2**		**133.1**		**111.3**	**162.0**	**273.3**	
Gross Win	**0.6**		**16.2**		**14.0**	**21.1**	**35.1**	
- gross win %					12 6%	13 0%	12.8%	
Trading profit	**-2.9**		**-7.8**		**2.5**	**6.7**	**9.2**	
- trading profit %					2 2%	4 1%	3 4%	
Telephone								
Average no. active accounts	167000		188000	12 6%			151000	-19 7%
Slips/customer/annum	30		29	-2 7%			44	51 4%
Stake/slip	56 47		61 86	9 5%			62 91	1 7%
Turnover	**283**		**340**	20 0%	**179.3**	**240.6**	**419.9**	23 6%
Gross win/customer/annum	264		254	-3 8%			318	25 2%
Derived gross win	**44.1**		**47.7**	8 3%	**24.9**	**23.1**	**48.0**	0 6%
Gross win percentage	15 6%		14 1%		13 9%	9 6%	11 4%	
Levy	-2 7		-1.5	-43 0%	-0 5	-1 2	-1 7	10 4%
GBD/GPT	-19.1		-10.7	-43 8%	-3 7	-3 5	-7 2	-33 0%
Contribution	**22.3**		**35.5**	**59 1%**	**20.7**	**18.4**	**39.1**	**10.3%**
Net trading profit	**10.1**		**16.4**	62 1%	**7.6**	**8.0**	**15.6**	-4 5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



02 H1A	% ch	02 H1E	% ch	2002E	% ch	2003E	% ch	2004E	% ch	2005E	% ch	2006E	% ch	2007E	% ch
				1575		1583		1583		1583		1583		1583	
				1556	1.2%	1579	1.5%	1583	0.3%	1583	0.0%	1583	0.0%	1583	0.0%
				303	22%	317	3.0%	327	3.0%	337	3.0%	347	3.0%	358	3.0%
				7.5	10%	7.6	1.0%	7.6	1.0%	7.7	1.0%	7.8	1.0%	7.9	1.0%
1124	48%	1148	23%	2272	34%	2398	5.6%	2501	4.3%	2602	4.0%	2707	4.0%	2816	4.0%
198.2	1.3%	181.7	-3.2%	379.9	-0.9%	396.9	4.5%	412.8	4.0%	429.3	4.0%	446.5	4.0%	464.4	4.0%
17.6%		15.8%		16.7%		16.5%		16.5%		16.5%		16.5%		16.5%	
-10.6	26.2%	-12.2	10.8%	-22.8	17.5%	-23.8	4.6%	-24.8	4.0%	-25.8	4.0%	-26.8	4.0%	-27.9	4.0%
-29.7	-41.7%	-27.3	-27.6%	-57.0	-39.8%	-59.5	4.5%	-61.9	4.0%	-64.4	4.0%	-67.0	4.0%	-69.7	4.0%
157.9	15.8%	142.2	7.0%	300.1	11.4%	313.6	4.5%	326.1	4.0%	339.2	4.0%	352.7	4.0%	366.9	4.0%
				-5				0		0		0		0	
				-108	18.0%	-115	6.0%	-119	3.5%	-123	3.5%	-127	3.5%	-132	3.5%
				-104	0.1%	-110	6.0%	-115	4.5%	-119	3.5%	-123	3.5%	-128	3.5%
-106.2	14.0%	-111.1	9.0%	-217.3	11.4%	-225.1	3.6%	-234.0	4.0%	-242.2	3.5%	-250.7	3.5%	-259.5	3.5%
51.7	19.4%	31.0	0.4%	82.8	11.5%	88.5	7.0%	92.1	4.0%	96.9	5.3%	102.0	5.2%	107.4	5.2%
				2999	1.0%	3029	0.0%	3059	0.0%	3090	0.0%	3120	0.0%	3152	0.0%
				221.5	6.0%	223.7	-15.0%	217.0	-3.0%	219.2	1.0%	221.4	1.0%	223.6	1.0%
14.9	8.8%	15.5	5.7%	30.4	7.2%	25.9	-15.0%	25.1	-3.0%	25.3	1.0%	25.6	1.0%	25.9	1.0%
17.5	8.7%	18.3	5.5%	35.8	7.1%	30.4	-15.0%	29.5	-3.0%	29.8	1.0%	30.1	1.0%	30.4	1.0%
				-2.0	2.0%	-2.1	5.0%	-2.2	1.0%	-2.2	1.0%	-2.2	1.0%	-2.2	1.0%
				-5.3	6.7%	-4.5	-15.0%	-4.4	-3.0%	-4.4	1.0%	-4.5	1.0%	-4.5	1.0%
-3.8	5.9%	-3.8	4.8%	-7.4	5.3%	-6.7		-6.6		-6.6		-6.7		-6.8	
13.9	9.4%	14.5	5.7%	28.4	7.5%	23.7	-16.4%	22.9	-3.4%	23.2	1.0%	23.4	1.0%	23.6	1.0%
10.4	10.4%	10.6	5.3%	21.0	7.8%	16.0	-24.0%	14.8	-7.4%	14.6	-1.2%	14.4	-1.3%	14.2	1.5%
		1.0		1.0		8.0		10.4	30%	11.4	10%	12.6	10%	13.8	10%
62.1	17.8%	42.7	5.4%	104.8	12.4%	112.5	7.4%	117.3	4.2%	123.0	4.9%	129.0	4.9%	135.4	4.9%
126000															
				134550	38.0%	150696	12.0%	168780	12.0%	185657	10.0%	200510	8.0%	212541	6.0%
				112	15.0%	117	5.0%	121	3.0%	124	3.0%	128	3.0%	132	3.0%
				29.2	6.0%	29.2	0.0%	29.2	0.0%	29.2	0.0%	29.2	0.0%	29.2	0.0%
				438.8	68.2%	516.0	17.6%	595.3	15.4%	674.4	13.3%	750.3	11.2%	819	9.2%
				313.2	35.0%	322.6	3.0%	332.3	3.0%	342.2	3.0%	352.5	3.0%	363.1	3.0%
				42.1	86.3%	48.6	15.4%	56.1	15.4%	63.5	13.3%	70.7	11.2%	77.2	9.2%
				9.6%		9.4%		9.4%		9.4%		9.4%		9.4%	
-3.1		-3.2		-6.3	134.1%	-7.3	15.4%	-8.4	15.4%	-9.5	13.3%	-10.6	11.2%	-11.6	9.2%
-0.7		-1.2		-1.9	216.1%	-1.6	-15.4%	-1.9	15.4%	-2.1	13.3%	-2.3	11.2%	-2.5	9.2%
				33.9	75.6%	39.7	17.1%	45.8	15.4%	51.9	13.3%	57.7	11.2%	63.0	9.2%
				17.2	280.6%	21.9	27.3%	27.1	23.6%	32.3	19.0%	37.1	15.0%	41.4	11.5%
				49840	40.0%	55821	12.0%	61403	10.0%	64473	5.0%	67697	5.0%	71082	5.0%
				379	8.0%	387	2.0%	394	2.0%	402	2.0%	410	2.0%	419	2.0%
				18.9	51.2%	21.6	14.2%	24.2	12.2%	25.9	7.1%	27.8	7.1%	29.8	7.1%
				8.2	73.8%	9.2	13.3%	10.7	15.4%	11.5	7.6%	12.3	7.5%	13.3	7.5%
197.6	78%	260.1	61%	457.7	67.4%	537.6	17.5%	619.5	15.2%	700.4	13.1%	778.0	11.1%	849	9.1%
29.3	109%	31.7	50%	61.0	73.8%	70.2	15.0%	80.3	14.4%	89.5	11.4%	98.5	10.0%	106.9	8.6%
14.8%		12.2%		13.3%		13.1%		13.0%		12.8%		12.7%		12.6%	
11.3	352%	14.1	110%	25.4	175.3%	31.2	22.8%	37.8	21.3%	43.8	15.8%	49.5	13.1%	54.7	10.5%
5.7%		5.4%		5.5%		5.8%		6.1%		6.2%		6.4%		6.4%	
				160060	6.0%	163261	2.0%	166526	2.0%	169857	2.0%	173254	2.0%	176719	2.0%
				45	1.0%	45	1.0%	46	1.0%	46	1.0%	46	1.0%	47	1.0%
				64.80	3.0%	66.09	2.0%	67.42	2.0%	68.76	2.0%	70.14	2.0%	71.54	2.0%
243.5	36%	219.5	-9%	463.0	10.3%	486.5	5.1%	511.2	5.1%	537.2	5.1%	564.5	5.1%	593	5.1%
				324.4	2.0%	330.8	2.0%	337.5	2.0%	344.2	2.0%	351.1	2.0%	358.1	2.0%
27.5	10%	24.4	6%	51.9	8.1%	54.0	4.0%	56.2	4.0%	58.5	4.0%	60.8	4.0%	63.3	4.0%
11.3%		11.1%		11.2%		11.1%		11.0%		10.9%		10.8%		10.7%	
-1.9	280%	-1.7	45%	-3.6	113.8%	-3.8	4.0%	-3.9	4.0%	-4.1	4.0%	-4.3	4.0%	-4.4	4.0%
-4.2	14%	-3.6	3%	-7.8	8.2%	-8.1	4.0%	-8.4	4.0%	-8.8	4.0%	-9.1	4.0%	-9.5	4.0%
21.4	3%	19.1	4%	40.5	3.5%	42.1	4.0%	43.8	4.0%	45.6	4.0%	47.4	4.0%	49.4	4.0%
9.1	20%	7.9	-1%	17.0	9.1%	18.0	5.5%	18.9	5.4%	20.0	5.4%	21.0	5.4%	22.2	5.3%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录6 富达特殊价值简介（2006年7月）

安东尼·波顿定期介绍他的基金和基金的当前持股情况。下面的幻灯片来自于2006年7月的富达特殊价值介绍，该投资信托的持股情况类似于更大型的开放式投资基金——富达特殊情况基金。它们显示了信托的最大持股、部门管理领域、基金的市场加权值，其中三张幻灯片是关于其长期估值趋势。需要注意几点：他的某些持股所属板块与基准指数——金融时报全股指数有显著差异；海外持股的重要性；在波顿漫长的职业生涯中，一般而言，他持有的价值型股票表现明显优于成长型股票。

富达特殊价值：十大持投机构

	30 June 2006	Criterion
BP	6.2	Unrecognised growth
GlaxoSmithKline	5.1	Unrecognised growth
Roche Holdings Genussscheine	5.0	Unrecognised growth
Reed Elsevier	4.8	Unrecognised growth
Astrazeneca (UK)	3.4	Unrecognised growth
Tesco	3.2	Attractive Assets
ITV	3.2	Turnaround
BG Group	2.7	Unrecognised growth
EMI Group	2.6	Attractive Assets

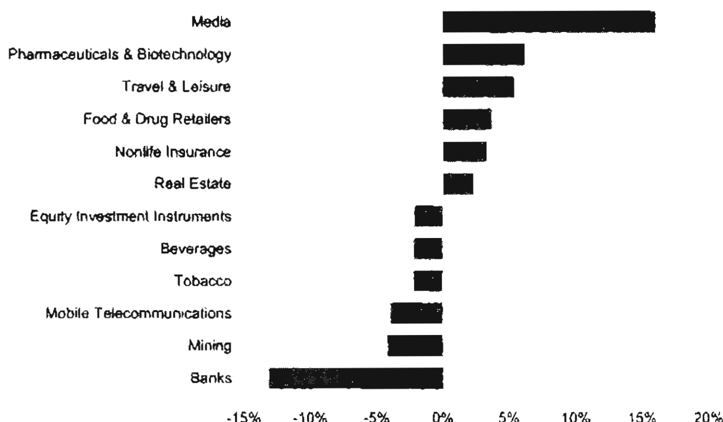
Source: Fidelity, 30/06/2006

5 Fidelity

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



富达特殊价值：行业投资比重

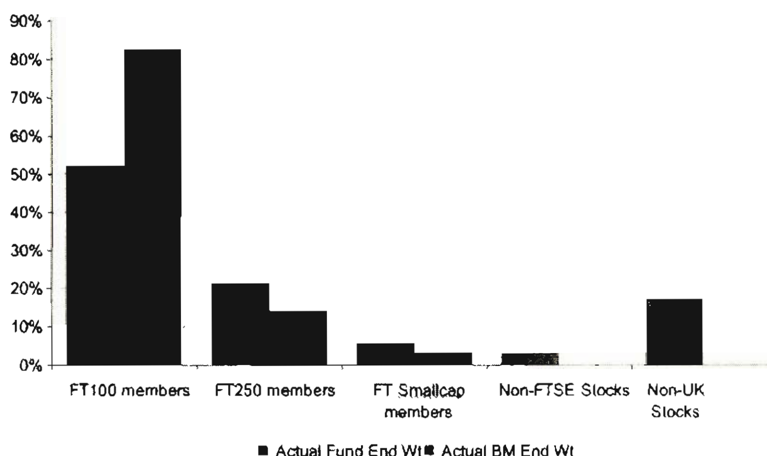


Top 6 overweight and bottom 6 underweight %age relative to FTSE All Share Index

Source: Fidelity, 30 June 2006



富达特殊价值：市值

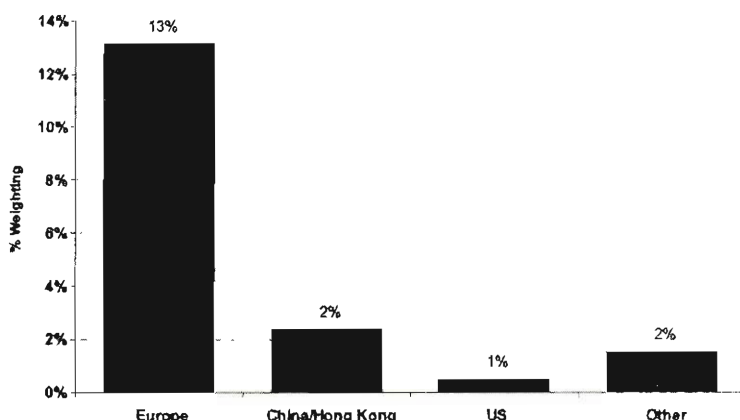


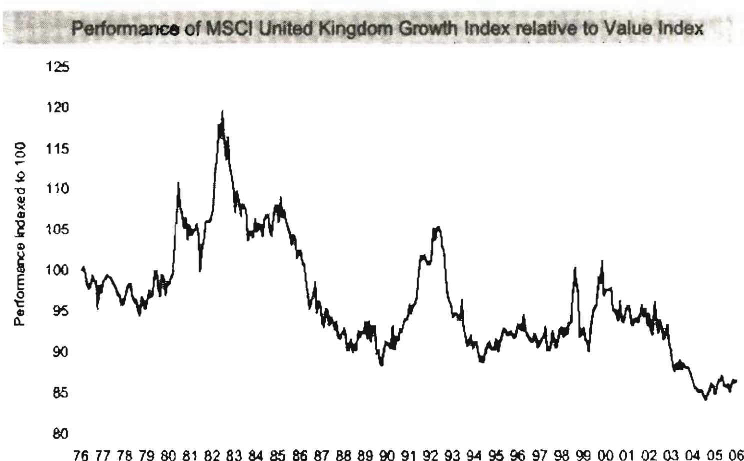
Source, Fidelity 30 June 2006 Benchmark: FTSE All Share Index



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



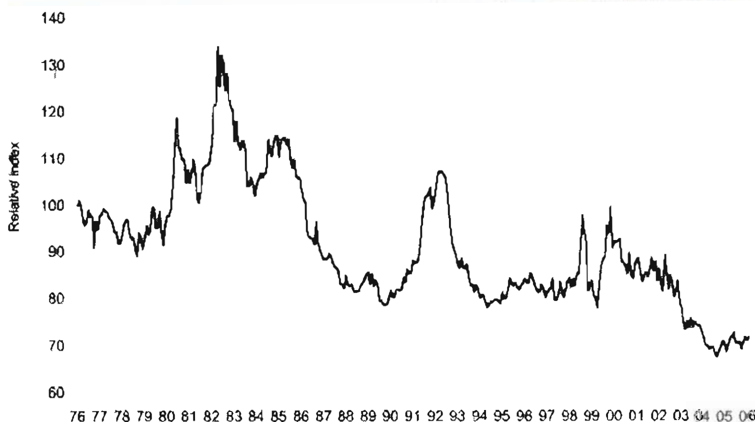




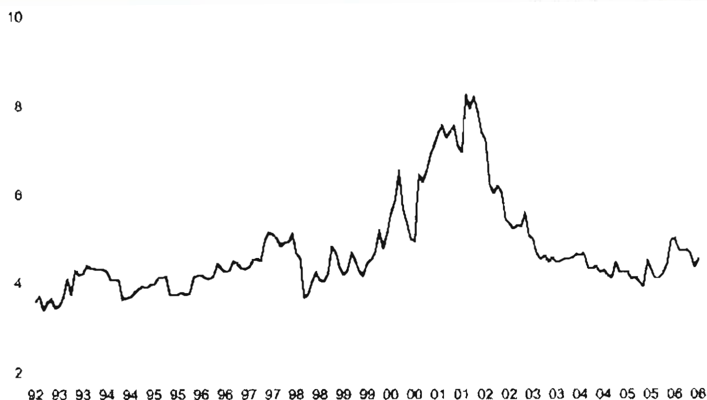
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1985年以来的成长型vs.价值型的市净率估价：英国



投资资本收益：英国



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录7 充满音乐色彩的一生：安东尼·波顿会带到荒岛上的8张音乐碟

如果有一天你漂流到一个荒岛上，会带哪些音乐碟呢？选择8张带到荒岛的碟不是件容易的事情。问题是，我喜爱的音乐可以列上很长的一张单子，却只能选择其中8首曲子。最后，我选择了两段歌剧选段，两支交响乐、1支室内乐、1支合唱乐和1支通俗音乐。做了决定后，我意识到每首曲子都包括了人声——独唱或者合唱。我猜一定是语言和音乐的互相关系在真正吸引着我。

碟1. 莫扎特（MOZART）

《女人心》（*Cosi fan Tutte*）

微风轻吹（*Soave sia il vento*）

我认为莫扎特是最伟大的作曲家之一。我发现真的很难从最初的全部莫扎特音乐列表中做出选择，比如《魔笛》、《费加罗的婚礼》、《安魂曲》或者《C小调管乐小夜曲》。我最后选择的这首咏叹调讲述两姐妹看着她们的情侣登上木船消失于远方，她们想着情侣们是被召回服役，彼此再也不能见面了（之后证明她们想错了）。她们希望“风平浪静”。这首曲子如此接近我理想中的完美音乐。

碟2. 普契尼（PUCCINI）

《托斯卡》（*Tosca*）

第二幕（*Act II*）

我喜爱普契尼的大部分歌剧，包括不那么著名的选段，例如《燕子》。再一次地，我发现只选择一首真的是太难了。最后我选择了所有歌剧中最具戏剧性的一首：《托斯卡·第二幕》的最后一部分，当可恶的罗马警察局局长斯卡皮亚（Scarpia）接近托斯卡时，我们听见了她的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



爱人——画家卡瓦拉杜西（Cavardossi）正在隔壁的房间里遭受折磨。为了解救卡瓦拉杜西，托斯卡泄露了一名卡瓦拉杜西一直隐瞒的重要政治家的躲藏地。她之后意识到，解救她爱人的唯一方法是对斯卡皮亚的接近妥协。当斯卡皮亚转身企图占有她的时候，托斯卡将他刺死。我将永远记得第一次开车穿过我们现在的居住地——西萨塞克斯郡的一个小镇时，车里面的 CD 播放机放的就是这首曲子。之后，那年我们返回那个小镇并买了我们现在住的那栋房子。

碟 3. 布里顿（BRITTEN）

《小夜曲》（*Serenade*）

挽歌（*Elegy*）

布里顿必须在我的列表上面。我又一次很难抉择到底留下哪一曲目。我对他的歌剧评价相当高，特别是《格洛里阿纳》（*Gloriana*）中的第二首鲁特琴伴奏曲《他曾经很快乐》（*Happy were he*）、《彼得・格莱姆》（*Peter Grimes*）中的幕间插曲，以及《仲夏夜之梦》中几乎所有的音乐。除了歌剧，《战争安魂曲》（*War Requiem*）以及由两位歌手合唱、歌词极为感人的《第二颂歌》（*the Second Canticle*）都是我的最爱。我最终选择了他的《小夜曲》中的《挽歌》——男高音、圆号、弦乐结合的美丽曲子，男高音布雷克（Blake）歌唱着被虫咬噬的一枝玫瑰，“黑夜飞行着的看不见的虫子……发现了深红色的愉悦暖床”。

碟 4. 朱妮・米切尔（JONI MITCHELL）

《唐・璜莽撞的女儿》（*Don Juan's Reckless Daughter*）

热情的丝滑面纱（*The Silky Veils of Ardor*）

我要选择一首非古典音乐。我是朱妮・米切尔的忠实歌迷，她写了许多我认为非常棒的歌曲，我在大学年代第一次听到那些歌曲。正是这种原创音乐与杰出歌词的结合吸引了我。我本可以选择《大峡谷的女士们》（*Ladies of the Canyon*）专辑中的许多曲目，《蓝》（*Blue*）专辑中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《加利福尼亚》（*California*）。然而，我选择了这首稍微不那么出名的曲目，它描述年轻人的爱情的歌词萦绕在我心头："年轻的人们，他们就像天上的繁星……他们在深夜闪耀发光……然后，破晓十分，他们又一次地消逝不见。"米切尔是多么了解这个世界！

碟5. 马勒（MAHLER）

《第二交响曲》（*Symphony II*）

第五乐章（*5th Movement*）

我喜欢马勒所有的交响曲，但是最爱的还是《复活》（*the Resurrection Symphony*）。这是一曲不朽的乐章，它的第一乐章几乎是一曲迷你版的交响乐。马勒在如此早期能够创造出如此成熟的音乐，这真令我惊叹不已（他在二十几岁，近30岁的时候开始创作他的第二首交响乐）。最后一节是合唱，像贝多芬的《第九交响曲》一样，气势恢弘。合唱中唱道，"起来吧，是的，你应该死而复生"。在合唱的起始部分没有伴奏，声音非常非常柔和，然后合唱最终发展到势不可当。

碟6. 泽姆林斯基（ZEMLINSKY）

《抒情交响曲》（*Lyric Symphony*）

最终的歌曲（*Vollende denn das letzte Lied*）

我是最近才发现的这一激动人心的杰作。折冠诺贝尔的印度诗人泰戈尔的词是那么优美，萦绕在我心头。我选择的乐章是女高音和管弦乐队合作的倒数第二节，泽姆林斯基有魔力般地召唤起奇异的景象：两位爱人结束吟唱他们的爱情之歌，之后各走各的路。

碟7. 理查德·施特劳斯（RICHARD STRAUSS）

《玫瑰骑士》（*Der Rosenkavalier*）

奉献银色玫瑰（*The Presentation of the Silver Rose*）

我尤其幸运，我的非常喜爱音乐的教母向当时还是青少年的我推荐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



了这部歌剧。我的教母是位让人感到愉快的女士，我曾蒙受她很多恩惠。她带我去伦敦市中心的广场、英格兰格林德本和奥地利城市萨尔茨堡看在那里上演的一系列歌剧，并介绍我听瓦格纳和理查德·施特劳斯的歌剧。她最喜爱的两部歌剧是瓦格纳的《纽伦堡的名歌手》和施特劳斯的《玫瑰骑士》。她还喜欢施特劳斯的歌剧《莎乐美》，我也一样。我不清楚从生物学的角度如何解释音乐是怎样以它的方式打动人们的情感，但是《玫瑰骑士》中的这一场景每一次都能深深打动我：一名递送玫瑰的员工被雇主吩咐赠送一朵银色的玫瑰给该雇主希望迎娶的一位小姐，但他却立即爱上了这位小姐。我的反应完全是不自觉的。

碟 8. 安东尼·波顿（ANTHONY BOLTON）

《一套颂歌》（*A Garland of Carols*）

亲吻婴儿（*A Kiss for the Baby*）

我猜，挑选一首自己创作的乐曲显得相当自恋。这套颂歌包含 10 首颂歌和竖琴伴奏的小男孩合唱团插曲，我花了大约 7 年的时间完成这首乐曲。它以本杰明·布里顿的《圣诞颂歌仪式》（*Ceremony of Carols*）为原型。《亲吻婴儿》是用竖琴伴奏的高音独唱。我在马尔代夫的南马洛斯马杜卢（Baa Atoll）的美丽海滩散步时，突然对这首歌的主旋律部分有了灵感。那个时候，我和莎拉在那里度假，庆祝我们的 20 周年结婚纪念日。希望在新的荒岛上，我也能得到同样的灵感。

其他候选名单

最终选择了 8 首曲子之后，我同时列了一张部分没有达到标准的曲目列表。对这其中很大一部分是否具有列入最后 8 首名单的特征，我非常不确定。或许，如果我在别的日子、另一种情绪下做选择，那么这些曲子可能就包含进去了。以下曲目按字母次序排列：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



巴赫（BACH）

《大提琴组曲》（*Cello Suites*）

我有一张很棒的罗斯特罗波维奇（Rostropovich，俄罗斯大提琴家）的唱片。每次聆听都可以找到一些新鲜的感觉。

贝多芬（BEETHOVEN）

《第4号钢琴协奏曲》（*4th Piano Concerto*）

一般而言，我对贝多芬的评价没有其他人给出的那么高，但是这支钢琴协奏曲绝对是我特别喜爱的。

柏辽兹（BERLIOZ）

《安魂曲》（*Requiem*）

我第一次听这首曲子，是在剑桥读书时，在神秘的伊里大教堂（Ely Cathedral）听的现场演奏版。

勃拉姆斯（BRAHMS）

《单簧管五重奏》（*Clarinet Quintet*）

单簧管拥有独特、优美的声音。没有其他曲子能比勃拉姆斯这曲更能把单簧管的优美展现得淋漓尽致的了。

德彪西（DEBUSSY）

《佩利亚斯与梅丽桑德》（*Pelleas et Melisande*）

德彪西的唯一一部歌剧，基于梅特林克（Maeterlinck）的剧本，像一股绝美的溪流，永不回头地向前流动。我最近在格林德波恩歌剧院（Glyndebourne）看了一次堪称完美的演出。有一幕，梅丽桑德最开始被藏在一盏巨大的枝形吊灯中！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



埃尔加（ELGAR）

《“谜”变奏曲》（*The Enigma Variations*）

没有哪首歌曲比它更加英国化，特别是鼓舞人心的《“猎人”变奏曲》（Nimrod variation）。

《杰隆休斯之梦》（*The Dream of Gerontius*）

当我还在学校的时候，曾参演过这部英国经典杰作。我负责打击乐器部分，包括敲锣——一声撞击标志杰隆休斯的死亡。不幸的是，我错误地估计了时间，这使他在那次表演中提前几个拍子死掉。

弗兰克（FRANK）

《小提琴奏鸣曲》（*Violin Sonata*）

我在剑桥读书时，第一次在奥尔德堡音乐节（Aldeburgh）听到这首曲子的演奏。那时它的力量和美丽完全令我倾倒，而且我现在仍然如此。

格里格（GRIEG）

《牧羊人抒情曲》（“*Haugtussa*” *Lieder*）

整个曲目中的最后一首关于“一条潺潺的溪流”的曲子是格里格最辉煌的创作——简单却眩目。

汉德尔（HANDEL）

《路得连达》中的“lot'abbraccio”（“*lot'abbraccio*” *from Rodelinda*）

两个女声交织在一起，吟唱着这曲天籁般的咏叹调。

《牧师扎多克》（*Zadok the Priest*）

所有合唱乐开场中最伟大的音乐之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



霍尔斯特（HOLST）

《埃格敦荒野》（*Egdon Heath*）

霍尔斯特完美地魔力般地创造出一种狂乱荒凉的荒野氛围。

亨策（HENZE）

《昂丁》（*Undine*）

亨策创作的这首关于水中仙女的芭蕾舞曲是真正吸引我的现代作品之一。它的管弦乐编曲堪称绝妙。

雅那切克（JANACEK）

《斯拉夫弥撒·失踪者日记》（*Glagolitic Mass*）

雅那切克为管弦乐队创作的《古老教堂斯拉夫弥撒》包含管风琴和合唱。乐曲强劲有力，有时候可在户外演奏。

梅西昂（MESSIAEN）

《圣婴二十默想》（*Vingt Regards sur L'enfant Jesus*）

在这20首钢琴变奏曲中，蕴含着大量的结构变化。

普罗科菲耶夫（PROKOFIEV）

《罗密欧和朱丽叶》（*Romeo and Juliet*）

这首芭蕾舞曲美妙至极。

拉赫马尼诺夫（RACHMANINOV）

《晚祷》（*Vespers*）

一旦你听出《俄罗斯东正教》专辑的精髓，你会立即欣喜若狂。

《大提琴奏鸣曲》（*Cello Sonata*）

简单却优美的奏鸣曲。我尤其喜欢第二乐章。我和莎拉最近在意大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



利阿马尔菲海岸（Amalfi coast）的拉韦洛小镇（Ravello）欣赏了该演奏。

拉威尔（RAVEL）

《舍赫拉查德》（*Sheherazade*）

最新发现的，女中音与管弦乐队合作的一首绝妙的风格奇异的歌曲。

《弦乐四重奏》（*String Quartet*）

内容丰富、温暖人心的四重奏。我自从少年时代起就开始喜爱这两位作曲家：拉威尔和德彪西。我第一次听是在读书时候，深夜躲在被窝里，违反规定抱着一部晶体管收音机！

圣桑（SAINT－SAENS）

《Hemiones》，选自《动物狂欢节》（“*Hemiones*” *from Carnival of the Animals*）

这首短短的曲子极为鼓舞人心，曾被用于电视剧《甘菊草地》（*The Camomile Lawn*）中。

肖斯塔科维奇（SHOSTAKOVICH）

《第十交响曲》（*10th Symphony*）

这首曲子听上去阴险邪恶却又优美动听。

西贝柳斯（SIBELIUS）

《第一交响曲》（*1st Symphony*）

没有作曲家之后的几首交响曲那么著名，但它是一首杰作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



沃恩·威廉斯（VAUGHAN WILLIAMS）

《伦敦交响曲》（London Symphony）

非常英式的一首曲子。我喜欢缓慢的第二乐章。

威尔第（VERDI）

《唐卡洛斯》（Don Carlos）

马克·伯顿——我们的管家兼朋友，向我推荐这部歌剧。现在，它绝对是我特别喜爱的。

《安魂曲》（Requiem）

我认为这首曲子是威尔第最打动人心的作品。

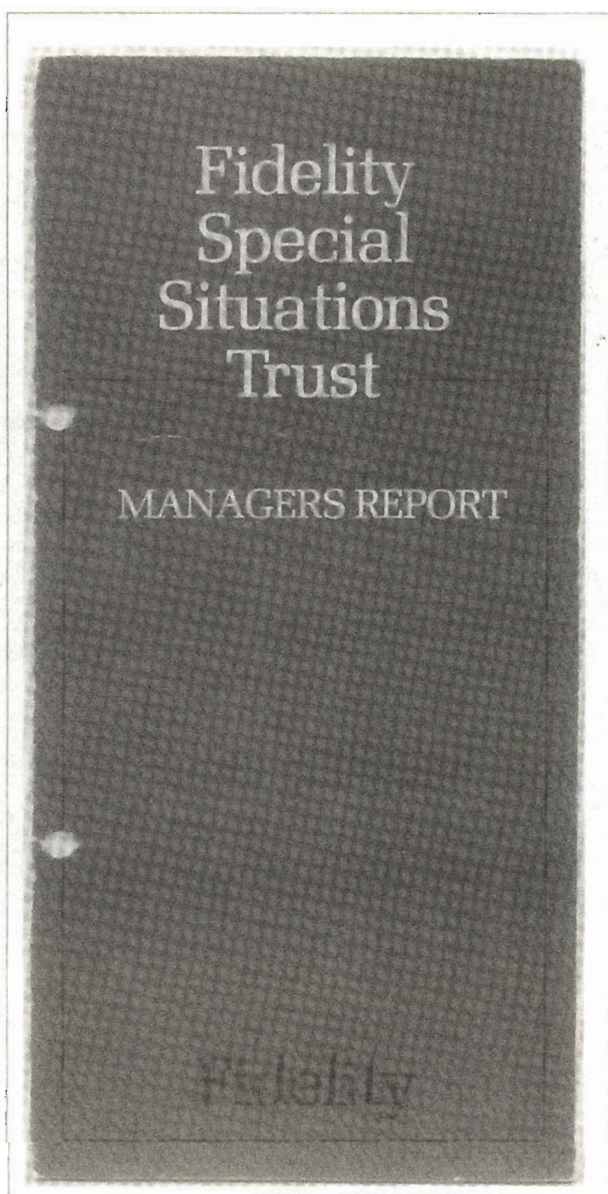
瓦格纳（WAGNER）

《指环》（Ring Cycle）

我记得我在斯托学院（Stowe School）的钢琴老师说过，自从他欣赏了一次《指环》演奏后，几乎几个星期根本听不进去其他音乐。那时，我无法理解，但是现在懂了。如此气势磅礴的杰作的魅力完全令人无法抵挡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 8　富达特殊情况基金报告第一期的部分章节（1980 年 10 月）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



MANAGERS REPORT

Since the launch of the Trust some 9 months ago in December 1979 the offer price of the units has risen 54.4%, from 25.0p to 38.6p at 1st October 1980. During the same period the F. T. Actuaries All-Share Index has risen 23.6%. As these figures suggest the U.K. Stock Market has been firm during this period and, after some consolidation in March, April and May, the All-Share Index has recently risen into all time high ground. The 30 Share Index has lagged behind (up 11.6%) mainly reflecting the relative weakness of the shares of many leading manufacturing companies.

It has been an excellent environment for Special Situation Companies. Notable successes have been the following:

Company	Net Profit	Average Holding Period
C. T. Bowring 10% conv.	26%	4 months
Candecca	95%	5 months
Elsburg Gold	61%	1 month
Gough Cooper	33%	2 months
Howard Johnson	40%	1 month
Tebbitt Group	43%	1 week
Ultramar	20%	1 month
KCA	20%	4 months
Geers Gross	19%	6 months

Unlike profits made by individual investors these realised profits within the Trust are completely free of capital gains tax as a result of the change of rules in the last Budget. Thus 100% of these profits were reinvested in other attractive situations as against only 70% if they had been made by private investors liable to capital gains tax. Over 60% of the current portfolio are shares purchased in the last two months highlighting the managers active policy. Good profits on shares still retained are: First National Finance Corp up 34%, Strata Oil up 84%, London Investment Trust up 33% and Carliol Investment Trust up over 60%. Of course there have been some disappointments as will always happen with a Trust of this nature: the settlement terms for the Rhodesian Bonds were below market expectations and our holding was cut at a loss.

The investment policy of the Trust is described in greater detail in the next section. Given the mixed outlook for many companies at the current time and the increased volatility of the market as a whole, we believe that full-time active professional management and the policy followed by this Trust are more relevant today than ever and should continue to produce above average results. Additionally, we believe that trends have already started within the economy and the financial environment which could make the eighties a very much more attractive period than the seventies for equity investments in general.

Anthony Bolton
Richard Timberlake

1st October 1980

Aim of the Trust

The aim of this Trust is to produce above average capital appreciation from a diversified portfolio of undervalued 'Special Situations'.

What is a Special Situation?

Almost any share at a particular time can be a special situation. In general it will be a company attractively valued in relation to net assets, dividend yield or future earnings per share, but additionally having some other specific attraction that could have a positive short term influence on the share price. Often the price action in these situations will show above average volatility resulting in higher risk as well as higher potential reward. Special Situations tend to fall into the following categories: small growth stocks, recovery shares, asset situations, new issues, companies involved in bids, energy and resource stocks, companies reorganising or changing their business and new technology situations. Authorised Unit Trusts are allowed to invest up to 5% of their assets in unquoted securities and from time to time use is made of this concession.

Sources of Ideas

A wide range of ideas for potential holdings in the Trust is sought from over fifty London and Regional Stockbrokers with whom Fidelity is in close contact. With small local companies the Regional Stockbroker's help is invaluable. Other sources are Fidelity's own research capabilities both in the U.K. and overseas. Regular contact is maintained with Fidelity's large Research Department in Boston and the Fidelity investment managers based in America and around the world involved in the management of Fidelity's International Funds.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Portfolio

These large numbers of ideas are then sifted by the investment manager to arrive at a concentrated portfolio of about 30-40 shares from several of the categories mentioned above, each new idea being judged against the current portfolio. By holding a portfolio of 30 or more shares the volatility and risk inherent in any individual share is greatly diminished. The holdings are continually monitored and re-assessed, and are sold either when they have achieved their objective or when a better idea is found.

As a result the management of the portfolio tends to be fairly active and the turnover is high. Shares that fail to live up to expectations are sold (even if this is at a loss) to reduce the "opportunity cost" of missing a better situation. Short term profits are often taken and this general policy of active management has been made more attractive by the recent change in the law ending the liability to any capital gains tax within authorised Unit Trusts.

The flexibility is also retained to invest a proportion of the Fund overseas, although this proportion is usually not more than 20% of the Trust. Overseas shares are chosen on a similar basis to U.K. shares. As well as increasing substantially the investment opportunities this overseas diversification has the advantage of further reducing the overall volatility of the portfolio.

The Trust is usually fully invested and market timing decisions are not normally attempted.

The Dividend Policy

Because the Trust aims to have maximum flexibility to seek out the best opportunities for capital gain the income yield may vary considerably from year to year and the managers are not restricted by the requirement to pay a dividend at least as high as the previous year.

Income

The distribution for Special Situations units payable on 15th October 1980 amounts to 0.43p net per unit.

An Attractive Strategy

Nearly always, whatever the overall stock market trend, Special Situations exist. The Trust's fully invested policy forces the manager to seek out such shares and to identify the most attractive.

APPLICATION FORM

To: **Fidelity International Management Limited**
Buckingham House, 62/63 Queen St.,
London EC4R 1AD

Registered Office as above. Registered in England No. 1448245.

I/We wish to invest £ ____________
in units of Fidelity Special Situations Trust
at the offer price ruling on receipt of this application.
I/We enclose a remittance payable to 'Fidelity International Management Limited'.

Minimum initial investment is £500

Tick boxes for the following:

Automatic re-investment of income ☐
Details of the Share Exchange Scheme ☐
Details of Fidelity Gilt and Fixed Interest Trust ☐
Fidelity Maximum Income Equity Trust ☐
Fidelity Growth + Income Trust ☐
Fidelity American Trust ☐
Fidelity American Special Situation Trust ☐

Surname ____________
(Mr/Mrs/Miss)
First name(s) in full ____________
Address ____________
____
____
Post Code ____________
I am/We are over 18 years old.
Signature(s) ____________
____

(if there are joint applicants, all must sign and attach names and addresses separately.)

AGENT'S STAMP

VAT Number

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



致 谢

在写这本书的过程中，我得到了许多投资专业人士的慷慨帮助和建议，他们中有富达的同事以及富达以外的人。除了安东尼·波顿外，富达内部与我交谈过或者向我提供了宝贵支持的人包括：巴里·贝塔曼、西蒙·弗雷泽、莎莉·沃尔登、格雷厄姆·克莱普、比尔·伯恩斯、里克·斯皮兰、卡罗琳·金、马修·怀特、保罗·卡夫卡、约尔格·莫伯格以及理查德·迈尔斯。同时我也借鉴了富达如下人员的观点及经验：理查德·廷伯莱克、彼得·杰弗里斯、亚力克斯·哈蒙德·钱伯斯、爱德华·博纳姆·卡特、伊恩·拉什布鲁克、约翰·查特菲尔德·罗伯茨、查尔斯·弗雷泽爵士、约翰·凯、尼尔斯·陶布、克里斯平·奥迪、马克·廷德尔、大卫·富勒、巴里·赖利、埃尔罗伊·迪姆松、彼得·哈格里夫斯、查利·埃利斯、肯·菲舍尔以及马克·丹皮尔。

在此，非常感谢 WM 公司调研总监——阿拉斯泰尔·麦克杜格尔，以及 Hargreaves Lansdown 公司的基金经理——李·古德哈斯。他们提供了对富达特殊情况基金业绩表现的专业评估（作为附录）。还要感谢标准普尔指数、Caspian 出版公司、以及 Close Winterflood 证券公司允许复制其部分资料。尤其感谢哈利曼出版社（Harriman House）的菲利普·詹克斯、迈尔斯·亨特以及尼克·里德，他们如此热心地投入于这个项目，希望以后能继续合作。最后，感谢克里斯汀·范·桑腾以及我的两个孩子——尼克和安娜·戴维斯，他们在本书写作过程中给予了我特别且宝贵的支持。

乔纳森·戴维斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Investing with Anthony Bolton

谁是欧洲最成功的基金经理人？没有人会质疑，富达特别情况基金的安东尼·波顿是极少数名列前茅的基金经理人之一。如果你在1979年投资1 000英镑在他的基金，到今天的价值将高达120 000英镑以上。每年超过20%的平均复合增长率，换句话说，每年超过金融时报全股指数7%的水平。这一持续战胜市场的过往记录可与投资大师沃伦·巴菲特与彼得·林奇相媲美。

波顿的成功秘诀是什么？本书深入分析了波顿管理基金的方式，以及过去二十多年的投资成果。他通过自己的亲身经历，传授了独家选股秘诀，以及多年形成的卓有成效的逆向投资策略。

安东尼·波顿的选股秘诀

◎ 了解一家企业是至关重要的，尤其要了解它的赢利方式和竞争能力。

◎ 识别影响一家企业业绩的关键变量，尤其是那些无法控制的货币、利息率和税率变化等因素，对于理解一只股票的成长动力至关重要。

◎ 如果一家企业非常复杂，则很难看出它是否拥有可持续发展的动力。

◎ 我赞同沃伦·巴菲特的看法，即宁愿投资于一家由普通的管理层经营的优秀企业，也不投资于由明星经理经营的不良企业。

◎ 尝试识别出当下被人忽视，却能在未来重新获得利益的股票。股市的眼光不够长远，因此，有时像下象棋一样，只要你比别人看得稍远一点就能取得优势。

◎ 你拥有的消息来源越多，能够发现成功股票的机会也就越多。

◎ 忘记你购买股票时的价格。

◎ 进行与众不同的投资吧，做一个逆向投资者！当股价上涨时，避免过于看涨。当几乎所有人对前景都不乐观时，他们可能错了，前景会越来越好；当几乎没有人担忧时，就是该谨慎小心的时候了。



上架建议◎投资理财



ISBN 978-7-5086-1119-8
9 787508 611198 >
www.publish.citic.com
定价：36.00元